REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL

127

AÑO XXXI
JULIO-SEPTIEMBRE 2012

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN
BANCARIA Y BURSÁTIL

Director
Juan Sánchez-Calero Guilarte

Lex Nova

THOMSON REUTERS

Presidente-Fundador
Fernando Sánchez Calero
Catedrático Emérito de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Director
Juan Sánchez-Calero Guilarte
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Consejo Asesor
Manuel Olivencia Ruiz
Catedrático Emérito de Derecho mercantil.
Universidad de Sevilla
Tomás Ramón Fernández Rodríguez
Catedrático de Derecho administrativo.
Universidad Complutense de Madrid
Ángel Rojo Fernández-Río
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Autónoma de Madrid
Jaime Zurita Sáenz de Navarrete
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
Alberto Javier Tapia Hermida
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Comité Científico Internacional
Giuseppe B. Portale
Profesor Ordinario di Diritto Commerciale.
Università Cattolica di Milano
Pietro Abbadessa
Profesor Ordinario di Diritto Commerciale.
Università Cattolica del Sacro Cuore

Coordinadora
Mónica Fuentes Naharro
Profesora Contratada Doctor
de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Consejo de Redacción
Christi Amesti Mendizábal
Profesora Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
Alberto Casado Cerviño
Director General de la Oficina Española
de Patentes y Marcas
Eduardo Cortés García
Profesor Asociado de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
Emilio Díaz Ruiz
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
Cristóbal Espín Gutiérrez
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
José Luis Fernández Ruiz
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad del País Vasco
Isabel Fernández Torres
Profesora Contratada Doctor de Derecho
mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
José Luis García-Pita y Lastres
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad de La Coruña
Fernando Rodríguez Artigas
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
María Candelas Sánchez Miguel
Profesora Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
Antonio Tapia Hermida
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
Javier Tirado Suárez
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Los originales y libros para recensiones
deberán enviarse a la sede de la Revista,
en la C/ Quintana, 2, 2.ª planta, 28008 MADRID.
(E-mail: rdbb@sanchezcalero.com)
a la atención de Mari Carmen Amor.

La versión on line de esta colección,
que ha sido seleccionada por el CGPJ
para su utilización por los miembros de
la carrera judicial, puede consultarse en
portaljuridico.lexnova.es

© Lex Nova 2012

Lex Nova, S.A.U.
Edificio Lex Nova.
General Solchaga, 3 47008 Valladolid
Tel. 983 457 038.
Fax 983 457 224
E-mail: clientes@lexnova.es.
www.lexnova.es

Impresión: Grafolex, S.L.
Fernández Ladreda, 16-17.
47008 Valladolid

Depósito Legal: VA.680-1999
ISSN: 0211-6138
Printed in Spain - Impreso en España

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Esta revista no podrá ser reproducida total o parcialmente, ni transmitirse por procedimientos electrónicos, mecánicos, magnéticos o por sistemas de almacenamiento y recuperación informáticos o cualquier otro medio, ni prestarse, alquilarse o cederse su uso de cualquier otra forma, sin el permiso previo, por escrito, del titular o titulares del copyright.

Lex Nova no asume responsabilidad alguna consecuente de la utilización o invocación de la información contenida en esta publicación.

Lex Nova no se identifica necesariamente con las opiniones expresadas en las colaboraciones que se reproducen, dejando a la responsabilidad de sus autores los criterios emitidos.

El texto de las resoluciones jurisprudenciales citadas o reproducidas en esta obra tiene como fuente los documentos oficiales distribuidos por el CENDOJ. Esta publicación se limita a transcribirlos total o parcialmente, respetando la literalidad y sentido de los documentos originales.

Esta Revista cumple con los requisitos de valoración para publicaciones científicas de las principales agencias de evaluación de la actividad investigadora:

La Revista se encuentra además indexada en las siguientes bases de datos e índices de calidad e impacto:

Índice

Página

Artículos

— La reestructuración de las cajas de ahorros en la crisis del Sistema Financiero español. *Francisco León Sanz* 7

— Entre la proscripción y la justificación del mantenimiento, de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» por el Estado, directa o indirectamente, en «empresas privatizadas». *Antonio Tapia Hermida* 35

— No es oro todo lo que reluce en las microfinanzas: la necesidad de una regulación internacional. *Marta García Mandaloniz* 103

Crónica

— Las llamadas «pruebas de estrés» a la banca europea y su proceso de recapitalización diseñado por el Eurogrupo. *Juan Calvo Vérgez* 163

— Algunas reflexiones en torno a las garantías pignoraticias sobre derechos de emisión de gases efecto invernadero y su ejecución. *Bruno Martín Baumeister y Albert Sánchez Graells* 191

— Análisis comparado sobre el régimen de gobierno de los fondos de inversión colectiva en Estados Unidos y España. *Ana Cristina Gómez Pérez* 211

— Autonomía y responsabilidad de las Comisiones del Consejo (Auditoría y Nombramientos y Retribuciones). *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 237

Jurisprudencia

— Robo del contenido de una caja de seguridad: supuestos en que responde el banco y *quantum* indemnizatorio. *Nerea Iráculis Arregui* 253

— Análisis de jurisprudencia inglesa reciente en materia de *swaps*. *Eduardo Barrachina García* 269

Noticias

1. La CNUDMI y la microfinanza. *Juan Sánchez-Calero* 297

2. Saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero por el Real Decreto-ley 18/2012. *Alberto Javier Tapia Hermida* 300

Página

3. Nueva Sentencia del Tribunal de Justicia sobre información privilegiada. *Juan Sánchez-Calero* 302
4. Informe de la AMF sobre las Juntas Generales de las sociedades cotizadas. *Isabel Fernández Torres* 305
5. Circular del Banco de España sobre defensa de la clientela. *Juan Sánchez-Calero* 308
6. Reglamentos comunitarios de desarrollo sobre las agencias de calificación crediticia. *Alberto Javier Tapia Hermida* 310
7. La simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital. *Blanca Villanueva García-Pomareda* 313
8. Complejidad ética en los fondos estructurados. *José Miguel Serrano Ruiz-Calderón* 314
9. Nuevo Reglamento del folleto y demás documentos. *Juan Sánchez-Calero* 317
10. Legitimación del accionista para la impugnación de acuerdos. *Elisa Pilar Lucas Martín* 319
11. *Proxy advisors*: propuestas para una futura regulación. *Juan Sánchez-Calero* 321
12. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre las agencias de calificación crediticia. *Alberto Javier Tapia Hermida* 322
13. La OCDE y las operaciones vinculadas. *Juan Sánchez-Calero* 325
14. La responsabilidad por el descubierto ocasionado por uno de los cotitulares de una cuenta corriente indistinta. *José María Villalvilla Muñoz* 326
15. La ESMA y el fariseísmo en la realización del test de idoneidad. *Manuel Castilla Cubillas* 331

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía 339

RECENSIÓN

— Alberto J. Tapia Hermida. *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, por Blanca Villanueva García-Pomareda 347

Artículos

LA REESTRUCTURACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS EN LA CRISIS DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL(*)

FRANCISCO LEÓN SANZ

Catedrático de Derecho mercantil
Universidad de Huelva

RESUMEN

La crisis financiera iniciada en el 2007-2008 presenta singularidades en España por la clase de riesgos operacionales asumidos por las entidades de crédito y por el peso de las cajas de ahorros en el sistema financiero español. Con el objetivo de corregir las deficiencias que se han apreciado a raíz de la crisis, se han producido importantes reformas en la normativa concursal y en la ordenación del sistema financiero. Una de las modificaciones más relevantes es la que ha propiciado la conversión de las cajas de ahorros en bancos.

Palabras clave: *Crisis financiera, Derecho concursal, sistema financiero, cajas de ahorros.*

ABSTRACT

The financial crisis that began in 2007-2008 has exhibited some specific characteristics in Spain due to the type of transactional risks assumed by credit institutions and due to the burden of savings banks (cajas de ahorros) on the Spanish financial system. In order to correct the deficiencies that have been noted as a result of the crisis, major reforms in bankruptcy law and in the regulation of the financial system have taken place. One of the most significant changes is that which has led to the conversion of savings banks into banks.

Key words: *Financial Crisis, Insolvency Law, Financial System, Savings Banks.*

SUMARIO

I. LAS PARTICULARIDADES DE LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA 2007-2008.

II. LAS INSUFICIENCIAS DE LA LEY CONCURSAL PARA RESOLVER LAS CRISIS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.

III. LAS INSUFICIENCIAS DE LA REGULACIÓN ESPECIAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO PARA LA SOLUCIÓN DE LAS DIFICULTADES ECONÓMICAS EN LA CRISIS 2007-2008.

IV. LAS MEDIDAS CONCURSALES ADOPTADAS EN ESPAÑA EN RELACIÓN CON LA CRISIS DE 2007-2008.

(*) Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación sobre «Principales instituciones de la Insolvencia. La reforma concursal. Sociedades y Reintegración» (DER 2011-29417-C02-02).

V. LA CREACIÓN DEL FROB Y LOS PROCESOS DE INTEGRACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS (LOS SIP).

A) Consideraciones generales.

B) Los planes de integración.

C) El procedimiento de reestructuración.

D) El saneamiento de las cajas de ahorros. El recurso a los SIP.

VI. LA CONVERSIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS EN BANCOS.

BIBLIOGRAFÍA.

I. LAS PARTICULARIDADES DE LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA 2007-2008

Las entidades financieras españolas apenas se han visto afectadas por uno de los problemas que desencadenaron la crisis internacional: la titulización de las hipotecas de riesgo (conocido como «subprime»). El motivo se ha debido a la prudente supervisión del Banco de España.

Como es bien conocido, uno de los elementos básicos de Basilea afecta a las titulizaciones y a las garantías colaterales. En el marco de la internacionalización de los mercados financieros resulta necesario establecer una serie de medidas dirigidas a potenciar la fiabilidad y consistencia de las operaciones financieras entre entidades sujetas al control de distintas autoridades regulatorias que realizan su actividad en el ámbito internacional. Entre otras cuestiones, es imprescindible facilitar los préstamos interbancarios para la obtención de liquidez, para lo que es necesario asegurar la calidad de las garantías entregadas por las entidades financieras por los créditos recibidos.

Con este objetivo, se adoptaron diferentes medidas, como el recurso a los instrumentos derivados y las garantías colaterales, el aseguramiento de las operaciones sobre valores mediante la contratación de seguros y la confianza en agencias de calificación independientes para la apreciación del riesgo. En un contexto internacional en el que las entidades financieras se encuentran sujetas a diferentes regulaciones, deberes de información y sistemas de supervisión, estas medidas han tratado de dar fiabilidad al sistema y minimizar los riesgos en las operaciones financieras.

La crisis ha puesto de manifiesto que se han producido efectos contrarios a los pretendidos a través de instrumentos como los que se acaban de describir. Este problema se ha presentado con especial intensidad en relación con las operaciones de titulización. Ordinariamente, la emisión de los títulos se estructuraba en diferentes tramos, de forma que la entidad de crédito suscribía los tramos de riesgo y vendía en el mercado los tramos que podríamos calificar de seguros, es decir, el porcentaje correspondiente a los posibles fallidos quedaban en el balance del banco, el resto se vendía a inversores. Antes de que se desencadenara la crisis, en determinadas condiciones, cuando la emisión de títulos estaba adecuadamente garantizada y se cumplían determinados requisitos, se llegó a admitir que los títulos emitidos no fueran soportados por el balance de los bancos.

La cobertura de los riesgos de las operaciones financieras por estas vías puede haber contribuido a la relajación en el control sustancial y en el análisis de los riesgos inherentes en cada caso concreto por parte de las entidades de crédito y, también, de las autoridades supervisoras. El Banco de España se apartó del criterio más común y obligó a las entidades financieras españolas a mantener en su balance la íntegra emisión de los títulos. El Banco de España consideró que los riesgos de la emisión eran soportados, en realidad, por la entidad de crédito como consecuencia de que se quedaba con la titularidad del tramo en que había mayor posibilidad de fallidos.

En cambio, las entidades financieras españolas se han visto afectadas, de manera similar a las entidades de otros países, por la adquisición de títulos y de otros activos financieros, como fuente de liquidez, para la cobertura de riesgos o por otras razones. En España, como en los demás países europeos, las entidades financieras son titulares de deuda de otros países europeos, también de deuda soberana española. Estos activos se adquirían por considerarse activos seguros, sin embargo la crisis ha puesto de manifiesto que se trataba de activos de riesgo.

En la crisis de las entidades financieras en España[1], uno de los factores específicos más relevantes ha sido el exceso de riesgos asumidos en relación con lo que se conoce como crédito promotor. En España, la expansión del crédito inmobiliario ha venido propiciada por los bajos tipos de interés. Hay que tener en cuenta además que la actividad inmobiliaria ha supuesto hasta la crisis una importante fuente de financiación de las administraciones públicas, en especial de las administraciones locales y regionales. Precisamente, éste es uno de los factores que ha potenciado el aumento de los precios de los inmuebles.

La morosidad en el crédito promotor ha afectado en mayor medida a las cajas de ahorros que al resto de las entidades financieras, por el impulso recibido de las propias autoridades locales y autonómicas a través de sus representantes en los órganos de las cajas. A esto se une la financiación por las cajas de ahorros de proyectos ligados a intereses locales y regionales con una justificación discutible desde la perspectiva del control de riesgos.

La crisis ha hecho aflorar este riesgo operacional asumido por las cajas de ahorros en la financiación de operaciones inmobiliarias y de otros proyectos locales y autonómicos. La bajada de los precios en el mercado inmobiliario ha tenido como consecuencia que las garantías de los créditos hayan devenido completamente insuficientes y ha supuesto la falta de cobertura de los riesgos asumidos. Al mismo tiempo, la crisis ha hecho inviables e insolventes las empresas más frágiles, entre las que se cuentan algunos de los proyectos empresariales financiados por las cajas de ahorros. Esta situación ha desencadenado que las dificultades económicas se extendieran en cadena y que quedara afectado el conjunto de las cajas de ahorros.

También ha contribuido a la crisis de las entidades financieras la morosidad en los créditos hipotecarios concedidos a particulares, pero este hecho ha tenido un impacto menor en la solvencia del conjunto del sistema financiero. En relación con este tema se ha producido un amplio debate sobre las carencias que presenta la Ley Concursal de 2003 para la

(1) Sobre las particularidades de la crisis financiera española y la manera en la que ha afectado a las cajas de ahorros, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2011), 174-177.

regulación de los concursos de las personas físicas y sobre si se debe admitir la liberación de la deuda hipotecaria o, incluso, de la responsabilidad patrimonial del deudor, por la entrega del inmueble gravado a los acreedores. En este sentido, ha habido dos polémicos pronunciamientos jurisprudenciales recientes que afirman la posibilidad de reconocerlo incluso *de lege lata*, en función de las circunstancias concretas de los supuestos de hecho objeto de enjuiciamiento (Auto de la Sección 2.ª de la Audiencia Provincial de Navarra de 17 de diciembre de 2010 y Auto de 26 de octubre de 2010 del Juzgado de lo mercantil núm. 3 de Barcelona). La Reforma de la Ley Concursal de 2011 ha optado finalmente por no ocuparse de estas cuestiones.

II. LAS INSUFICIENCIAS DE LA LEY CONCURSAL PARA RESOLVER LAS CRISIS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Las crisis de las entidades financieras plantean en parte problemas similares a la solución de las situaciones de insolvencia de las grandes empresas. El objetivo de política jurídica en esta clase de supuestos se dirige a la conservación de la empresa a través de la reorganización empresarial[(2)]. De acuerdo con la expresión anglosajona que se ha generalizado, la solución de la insolvencia tiene como presupuesto que las grandes empresas son demasiado grandes para quebrar: *Too big to fail*.

En las grandes empresas se produce una alteración de los presupuestos jurídicos respecto de las pequeñas y medianas. En primer lugar, en las grandes empresas parece romperse la correlación entre poder económico y propiedad. Se produce una disociación entre el poder ejecutivo y la titularidad de la entidad. En segundo lugar, la crisis de la gran empresa tiene unas repercusiones sobre los proveedores y clientes que por su magnitud hace que la crisis de la gran empresa alcance a los intereses generales. Finalmente, las grandes empresas, los grupos multinacionales, concentran un poder empresarial, nacional o internacional, que se sustrae a la sujeción derivada del sistema competitivo de ámbito nacional.

La solución a las dificultades económicas de una gran empresa, como las que participan en los mercados financieros, hace necesaria la adopción de medidas extraordinarias con el fin de lograr el saneamiento de la entidad y la continuidad de la actividad de manera solvente y rentable[(3)]. El plan que se ha de llevar a cabo para resolver la crisis presenta una especial trascendencia, suele tener por objeto la refinanciación y la reestructuración de la empresa y ordinariamente va acompañado de un cambio de control, bien de manera directa o indirecta, como consecuencia de una fusión o de otro tipo de modificación estructural o de un aumento o una reducción del capital social.

La Ley Concursal de 2003 no ha contemplado instrumentos eficaces para la solución de las crisis económicas de las entidades financieras ni tampoco para resolver las situaciones de insolvencia de las grandes empresas[(4)]. La Ley Concursal pretende favorecer ciertamente la continuidad de la empresa. La Exposición de Motivos manifiesta de forma

(2) GIRÓN, J. (1985), 133 y ss.

(3) FLESSNER, A. (1982).

(4) GONDRA, J.M. (2004), 4577 y ss.

expresa la voluntad del legislador de dar prioridad al convenio sobre la liquidación como solución al concurso. De acuerdo con esta finalidad, entre otras cuestiones, se contemplan las modificaciones estructurales como objeto del convenio (art. 100.2 LC). Sin embargo, la regulación concursal española resulta, en realidad, inapropiada para resolver la situación de insolvencia a través de reestructuraciones empresariales. De hecho la mayor parte de los concursos, casi el 90%, se resuelven por vía de liquidación judicial.

Como también manifiesta la Exposición de Motivos, la Ley Concursal se dirige a la satisfacción colectiva de los acreedores; la conservación a través de la reestructuración de la empresa no es el objetivo último pretendido, se promueve como medio para lograr mejores condiciones de quita y espera en el pago de los créditos. De acuerdo con esta finalidad, los instrumentos previstos para la solución del concurso se corresponden con los instrumentos clásicos del Derecho concursal: la liquidación o el convenio, en aquellos supuestos en los que se pueda alcanzar un menor sacrificio de los acreedores a través de la continuidad de la empresa mediante un aplazamiento o una reducción del pasivo.

Las insuficiencias que presenta la Ley Concursal explican que las reestructuraciones empresariales se tengan que adoptar normalmente como soluciones preconcursales, en ejecución de acuerdos dirigidos a lograr una refinanciación del pasivo, o a través de operaciones, cuya justificación resulta discutible, como la autorización judicial a la transmisión de unidades de negocio en la fase común del procedimiento concursal (art. 43.2 LC).

Respecto del concurso de las entidades financieras, la Ley Concursal contiene escasas normas. Se prevé, por ejemplo, que el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) designe a uno de los administradores concursales (art. 27.2, 2). El contenido de la Ley Concursal es útil para liquidar unidades económicas resultantes de procesos de saneamiento de entidades financieras y una vez realizado este proceso al margen del concurso. Desde que se inició la crisis económica de 2007-2008 no se ha recurrido a la LC en ningún caso. Sí se ha utilizado, en cambio, en conexión con procedimientos de saneamiento de entidades aseguradoras. El saneamiento de las entidades financieras en España se ha hecho al margen de la legislación concursal, a través de la regulación específica de las entidades financieras.

III. LAS INSUFICIENCIAS DE LA REGULACIÓN ESPECIAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO PARA LA SOLUCIÓN DE LAS DIFICULTADES ECONÓMICAS EN LA CRISIS 2007-2008

La trascendencia de la actividad crediticia para los intereses generales justifica la sujeción de esta actividad a un marco regulatorio y la supervisión de las entidades financieras a través de organismos reguladores. Se suele expresar gráficamente que, en la regulación de las entidades financieras, se procede por orden inverso, es decir, el diseño normativo parte de la solución de las situaciones de dificultades económicas y, desde esta perspectiva, se establecen las medidas preventivas adecuadas para asegurar la solvencia en el curso de la actividad de la entidad de crédito a partir del momento mismo de su constitución.

El objetivo de estas medidas consiste en asegurar que las entidades de crédito cuenten con los recursos propios suficientes para desarrollar su actividad y se encuentran correctamente gestionadas. La regulación se dirige a establecer instrumentos de control de los riesgos operativos, de los riesgos de liquidez y de los riesgos de solvencia. Las técnicas

que se emplean han adquirido un importante desarrollo en paralelo con la complejidad creciente y la internacionalización de la actividad financiera. El Comité de Basilea ha impulsado la homogeneización y la profundización de los instrumentos utilizados en materia de recursos propios y sobre la supervisión en este marco de internacionalización de los mercados financieros.

En el Derecho comunitario, se ha adoptado la Directiva 2006/48/CE de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y de la Directiva 2006/49/CE sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito. El Derecho español se ha adaptado a los textos comunitarios mediante 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 desarrollada por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, que modifica el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, y, finalmente, por la Circular 3/2008 del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios de las entidades de crédito[(5)].

El sistema se apoya, por una parte, en la determinación de los requisitos mínimos de capital y de recursos propios con los que debe contar la entidad de crédito para la cobertura de los riesgos asumidos en función del tipo y del nivel de riesgo asociado a las distintas clases de créditos y de los tipos de operaciones[(6)]. Al mismo tiempo, se establece un modelo de supervisión por los bancos centrales a través de la fijación de deberes de información periódica y puntual que permitan el análisis económico financiero y la comprobación del cumplimiento de los requisitos de recursos propios mínimos por la entidad de crédito, así como el control y la evaluación de los riesgos y de la solvencia por la autoridad regulatoria[(7)]. El sistema se completa con medidas de otra naturaleza pero que también contribuyen a reforzar la solvencia de las entidades de crédito, como el régimen de auditoría externo, el sistema de garantía de depósito e inversiones o la intervención de otras autoridades públicas como la CNMV.

Se establece una obligación de comunicación al Banco de España con carácter inmediato de los grupos consolidables de entidades de crédito o de las entidades de crédito no pertenecientes a uno de estos grupos cuando aprecien un déficit de recursos propios respecto de los mínimos requeridos (art. 11 Ley 13/1985 y arts. 75 y 76 Real Decreto 216/2008). El grupo o la entidad de crédito afectados por esta situación deberán presentar un programa en el que se concreten los planes que hagan posible volver al cumplimiento.

El programa tiene que identificar las causas del incumplimiento del nivel de recursos propios exigible y proponer un plan de actuaciones para volver al cumplimiento, que puede

---

(5) *Modelo de Supervisión del Banco de España*, 17-06-2009, <http://www.bde.es/webbde/es/supervision/funciones/modelo_de_supervision.pdf>; LÓPEZ PASCUAL, J./SEBASTIÁN GONZÁLEZ, A. (2009), 222 y ss.

(6) Art. 6.º Ley 13/985 y arts. 12 y ss. Real Decreto 216/2008. El art. 17 de esta norma reglamentaria preveía que los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en un grupo deberán mantener un coeficiente de solvencia que no podrá ser inferior al 8%.

(7) La competencia del Banco de España para la supervisión de las entidades de crédito se encuentra prevista en el art. 7.6 Ley 13/1994 sobre autonomía del Banco de España, el art. 43 bis Ley 29/1988 de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito (LDIEC) y los arts. 9.2 y 10 bis Ley 13/1985.

referirse tanto a la limitación al desarrollo de actividades que supongan riesgos elevados como a medidas para el aumento del nivel de recursos propios, junto con una estimación de los plazos en los que se va a desenvolver el plan. Corresponde al Banco de España la aprobación del programa en un plazo máximo de tres meses desde su presentación, quien podrá exigir medidas adicionales a las propuestas, con el fin de asegurar el cumplimiento de los requisitos mínimos sobre recursos propios. Si el déficit de los recursos propios computables fuera igual o inferior al 20% resultaría necesaria la aprobación del Banco de España de la propuesta de aplicación de los resultados, en los términos que reglamentariamente se disponen. Si el déficit fuera superior al 20% o los recursos propios básicos descendieran por debajo del 50%, deberá destinar a reservas la totalidad de los beneficios o de los excedentes netos.

En caso de dificultades económicas, el modelo de ordenación de la solución de las crisis de las entidades financieras descansa en los FGD. Esta institución tiene por objetivo[8] la confianza en el crédito de las entidades financieras mediante el aseguramiento de los depósitos hasta la cuantía establecida y la previsión de instrumentos que permitan resolver las dificultades económicas que puedan atravesar.

El FGD cumple la función de solidarizar el riesgo de insolvencia entre las entidades de crédito de manera que se pueda poner remedio a las crisis económicas de la manera más eficiente y sin tener que recurrir a la ayuda pública. Se nutre de las aportaciones de las diferentes entidades en la medida necesaria para atender a los cometidos que tiene asignados. Es menos costoso y favorece más la confianza en el crédito que el FGD proporcione la financiación necesaria para resolver la situación crítica de la entidad sin tener que esperar al momento en el que no pueda atender las órdenes de retirada de depósitos[9]. La capitalización de esta financiación convierte al FGD en el principal accionista, de esa forma se encuentra en condiciones de proceder de la mejor manera para resolver la crisis[10]. La actuación del FGD se refuerza con las competencias coercitivas y sancionadoras del Banco de España, que pueden llegar a la intervención de la entidad y a la sustitución de los administradores de la entidad[11]. La regulación de los FGD se modificó por el Real Decreto-ley 12/1995 y sus normas de desarrollo, por el que se incorpora al Derecho español la Directiva 94/19/CE sobre sistemas de garantía de depósitos.

Las medidas sobre recursos propios, control y saneamiento se han revelado insuficientes[12] para solventar las crisis sistémicas, como la desencadenada en 2007/2008. Estas medidas se dirigen reforzar la solvencia y a resolver las situaciones de dificultades económicas de las entidades financieras singulares. Sin embargo, son ineficaces para resolver las crisis financieras que alcanzan al conjunto de las entidades en un contexto

---

(8) GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1994), 569 y ss.; GARCÍA VILLAVERDE, R. (1985), 189 y ss.; IGLESIAS PRADA, J.L./SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1984), 47 y ss.; PRIEGO, F.J. (2001), 95 y ss.; ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. (1985), 7 y ss.; (1988), 113 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1984), 7 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F. (1981), 13 y ss.

(9) GARCÍA DE ENTERRÍA J. (1994), 574 y ss.; IGLESIAS PRADA, J.L./SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., *op. cit.*, pp. 65 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F. (1981), 55 y ss.

(10) Sobre los aspectos societarios, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (1988), 119 y ss.

(11) ARAGÓN, M./GARCÍA VILLAVERDE, R./SANTAMARÍA PASTOR, J.A. (1991), 567 y ss.; JIMÉNEZ BLANCO, A. (1991), 117 y ss.; VILLAR PALASÍ, J.L. (1987), 730 y ss.

(12) RECALDE, A. (2009), 17 y ss.

global, incluso con independencia de que cumplan las normas sobre recursos propios y cobertura de riesgos.

Por otro lado, en relación con las cajas de ahorros, precisamente las entidades más afectadas por las crisis, se suscita un doble orden de cuestiones que acentúa la dificultad de resolver la crisis. En primer lugar, se plantea una cuestión de orden constitucional, la competencia de las Comunidades Autónomas en la ordenación y el control de las cajas de ahorros y la significación política de estas entidades para el desarrollo de las economías regionales. En segundo lugar, las cajas de ahorros tienen un problema estructural para la obtención de los recursos propios necesarios para cumplir con los requisitos de solvencia: no tienen la posibilidad de emitir capital y la emisión de cuotas participativas se ha revelado un instrumento ineficaz para alcanzar este objetivo.

IV. LAS MEDIDAS CONCURSALES ADOPTADAS EN ESPAÑA EN RELACIÓN CON LA CRISIS DE 2007-2008

Las insuficiencias de la Ley Concursal desde la perspectiva de los intereses de las entidades de crédito han llevado a que se aprueben varias reformas, cuyo contenido viene motivado, al menos en parte, por su significación para el sistema financiero. En este sentido, destacan los instrumentos creados para resolver las dificultades económicas de las empresas sin tener que proceder a la declaración del concurso. La declaración de concurso de las empresas deudoras tiene un reflejo inmediato en la contabilidad y en la apreciación de los recursos propios de las entidades de crédito acreedoras. Con el objetivo de amortiguar este impacto se han tomado diferentes medidas.

Se ha flexibilizado la obligación de disolver la sociedad por pérdidas. En diciembre de 2008 se publicó el Real Decreto-ley 10/2008 por el que se adoptaban medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias. Entre estas últimas se encontraba, en su Disposición Adicional Única, la no computación de las pérdidas por deterioro de valor reconocidas en las cuentas anuales, derivadas del inmovilizado material, las inversiones inmobiliarias y las existencias, a los efectos de la causa de reducción obligatoria de capital o de disolución obligatoria por pérdidas en las sociedades anónimas y en las sociedades de responsabilidad limitada.

La Ley Concursal se ha reformado en dos ocasiones de manera importante, en primer lugar por el Real Decreto-ley 3/2009 y, recientemente, por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal[13]. El Real Decreto-ley 3/2009 creó los institutos preconcursales para que las empresas pudieran evitar el concurso y resolver las situaciones de dificultades económicas a través de acuerdos de refinanciación. En su concepción inicial, se trataba de acuerdos que tenían por objeto la reestructuración del pasivo, del financiero básicamente, y también del subordinado, que quedaban inmunes a la rescisión concursal.

(13) La reforma de 2011 también tiene como objetivos principales la agilización del procedimiento concursal, la reforma de la administración concursal y el reforzamiento de los créditos públicos, la posición de la Hacienda pública y de la Seguridad Social. Asimismo, trata de resolver algunas deficiencias observadas, como, por ejemplo, en materia de responsabilidad concursal.

La persistencia de la crisis ha hecho que las empresas no pudieran salir adelante incluso después de haberse refinanciado. La regulación introducida en 2009 ha resultado insuficiente para este nuevo escenario. En 2011 se ha modificado el régimen de estos institutos con la finalidad de reforzar su consistencia mediante la ampliación de las medidas de protección para los casos en los que el deudor no consiguiera solucionar los problemas pese a los acuerdos de refinanciación adoptados.

El plazo de la obligación de solicitar la declaración del concurso se ha ampliado (art. 5 bis LC). Este plazo se extiende de dos a seis meses, siempre que el deudor presente una comunicación ante la jurisdicción mercantil en la que manifieste encontrarse en estado de insolvencia y estar negociando un acuerdo con sus acreedores para salir de esta situación. Desde la presentación de la comunicación, se paralizan además las solicitudes de concurso necesario iniciadas por los acreedores. La comunicación es una mera manifestación del deudor dirigida al Juzgado competente. Los efectos de la comunicación se producen con la recepción por el Secretario judicial, que se limita a dejar constancia de su presentación. La verosimilitud de la comunicación no es verificada por ninguna instancia, se apoya en la declaración del deudor.

Al mismo tiempo se ha creado una vía preconcursal, la de los acuerdos de refinanciación, para que el deudor pueda resolver la situación de dificultades económicas a través de un convenio con sus principales acreedores, normalmente las entidades de crédito, sin tener que proceder a la declaración de concurso (art. 71.6 LC). Este cauce parece haber recibido la influencia o, al menos, haberse inspirado en el Derecho italiano, de los Convenios de Reestructuración de Deudas (art. 182 bis Legge Fallimentare) y de la excepción a la revocatoria introducida en el art. 67 Legge Fallimentare respecto de esta clase de convenios y de los denominados créditos de saneamiento [letras e) y d), respectivamente, del artículo 67]. Existen, sin embargo, diferencias relevantes entre la regulación española y la italiana, tanto desde el punto de vista de su significación funcional como del contenido del régimen establecido.

La finalidad de los acuerdos de refinanciación consiste en facilitar la superación de la crisis del deudor mediante un aumento significativo del crédito o bien a través de una modificación de las obligaciones. Los acuerdos de refinanciación han de responder a un plan de viabilidad que razonablemente haga posible la continuidad de la actividad profesional o empresarial y el cumplimiento regular de los compromisos adquiridos con los acreedores.

Los acuerdos de refinanciación tienen naturaleza contractual. No son objeto de homologación por los órganos jurisdiccionales. De este modo se pretende evitar la equiparación con el tratamiento de las situaciones concursales tanto desde el punto de vista contable-financiero como desde la perspectiva de la determinación de los recursos propios de las entidades de crédito.

El contenido de los acuerdos de refinanciación es variado: la transformación de deuda a corto plazo con intereses elevados en deuda hipotecaria con garantía a largo plazo con intereses más bajos, la unificación de la financiación, la ampliación del crédito con entrega de nuevas garantías para resolver los problemas de liquidez, el recurso a las daciones en pago como fórmula para reducir el pasivo y/o para separar los activos tóxicos de los activos rentables, la adopción de una modificación estructural o la transmisión de unidades empresariales, etc.

En caso de concurso, estos acuerdos no pueden ser objeto de rescisión[14]. Únicamente cabe la impugnación por otras causas por la administración concursal. El riesgo de rescisión ha sido una de las razones que ha retraído a la banca de acceder a ampliar la financiación o modificar las condiciones de los créditos. El régimen rescisorio concursal español es especialmente riguroso, pues resulta irrelevante la buena fe de la contraparte para rescindir el acto y se subordina el crédito surgido de la rescisión en los casos de mala fe. La práctica jurisprudencial ha interpretado, además, de forma bastante estricta esta regulación en relación con las operaciones de financiación bancaria. La exención de la rescisoria concursal se amplía tanto a los acuerdos de financiación como a los pagos, al otorgamiento de garantías y a los actos realizados en ejecución de los acuerdos adoptados.

Los acuerdos de refinanciación han de cumplir con determinados requisitos para poderse beneficiar de este régimen. Resulta imprescindible que cuente con el refrendo del 60% del pasivo. En la práctica, resulta imprescindible para alcanzar el porcentaje del pasivo exigido la participación de las entidades de crédito, que, por otra parte, son las que están en condiciones de contribuir a la refinanciación mediante la asunción de compromisos de esta clase.

Con el fin de evitar abusos en perjuicio de los acreedores que no forman parte del acuerdo de refinanciación pero que se ven afectados en caso de concurso, la razonabilidad del plan de viabilidad y la proporcionalidad de las garantías exigidas se asegura mediante la intervención de un experto independiente designado por el Registrador mercantil. Se requiere, además, que los acuerdos de refinanciación se eleven a escritura pública.

La reforma de 2011 de la Ley Concursal introduce una serie de cambios con el objetivo de reforzar la protección de los acuerdos de refinanciación. Con esta finalidad, se establece que tengan la consideración de créditos prededucibles como créditos contra la masa en caso de concurso el 50% de la financiación adicional otorgada en cumplimiento de un acuerdo de refinanciación (art. 84.1, 11.º). El 50% restante se califica como créditos con un privilegio general (art. 91.6.º). De este modo, se pretende asegurar a las entidades firmantes del acuerdo la recuperación de la nueva financiación otorgada para el mantenimiento de la actividad empresarial, en el caso de que el deudor finalmente concurse. Estas medidas han entrado en vigor de manera inmediata y se aplican a los concursos en tramitación.

Al mismo tiempo, se prevé un procedimiento para la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación (DA 4.ª) con la finalidad de extender su vigencia a las entidades de crédito que no fueran parte de los acuerdos. La homologación tiene como presupuesto el cumplimiento de los requisitos establecidos para los acuerdos de refinanciación (art. 71.6), a los que se añade una doble exigencia. En primer lugar, han de contar con un respaldo importante de las entidades de crédito, los acuerdos de refinanciación han de haber sido suscritos por las entidades que representen al menos el 75% del pasivo bancario. Al mismo tiempo, han de cumplir con el requisito de fondo de que los acuerdos de refinanciación no pueden suponer un sacrificio desproporcionado para las entidades que no sean parte de los acuerdos adoptados.

---

(14) La acción rescisoria es la correspondiente en el Derecho español a la *azione revocatoria* del Derecho italiano.

La homologación judicial tiene como efecto la aplicación de la espera pactada en los acuerdos de refinanciación a los créditos que no estén asegurados con una garantía real de las entidades financieras que no los hayan suscrito. Asimismo, se paralizan las acciones ejecutivas promovidas por las entidades de crédito durante el tiempo de la espera convenida con un plazo máximo de tres años.

El objetivo de la homologación judicial consiste en impedir que las entidades de crédito que no formen parte del acuerdo, con una participación relativamente pequeña en el pasivo financiero, puedan poner en riesgo la viabilidad del acuerdo de refinanciación y la continuidad de la empresa, como consecuencia, por ejemplo, del embargo de los ingresos generados por la actividad empresarial.

También se han adoptado otras medidas en la ordenación del procedimiento concursal con el objetivo de fortalecer la posición de las entidades financieras e, indirectamente, favorecer la financiación a las empresas con dificultades económicas y las soluciones preconcursales. Con carácter general se prevé la rescisión, con una presunción de Derecho necesario, respecto de los pagos de obligaciones no vencidas (art. 71.2 LC). La reforma de 2011 ha establecido una excepción para los pagos de créditos con garantía real, en los que se admite que se pueda evitar la rescisión mediante la prueba de que no existe perjuicio (art. 71.3, 3.º LC). También se ha reformado en diversas ocasiones la regulación de las garantías financieras para asegurar su consistencia en caso de concurso del deudor (Real Decreto-ley 5/2005[15] y arts. 61 y 62 LC).

Las reformas del régimen rescisorio también favorecen las soluciones preconcursales mediante operaciones de refinanciación de las empresas con dificultades económicas, sin necesidad de celebrar acuerdos de refinanciación que cumplan los requisitos del art. 71.6 LC. La desaparición de la presunción de los pagos anticipados de los créditos con garantía real a los efectos de proceder a la rescisión amplía las posibilidades para la extinción de préstamos como paso previo a la obtención de una nueva financiación.

El cauce de los acuerdos de refinanciación resulta especialmente adecuado para empresas fuertemente apalancadas, como suelen ser las empresas del sector inmobiliario, las más afectadas por la crisis. Se trata de una vía que permite a las entidades de crédito decidir si promueven una solución a la situación de dificultades económicas del deudor sin tener que proceder a la declaración de concurso y sin la intervención de un órgano jurisdiccional. Como las negociaciones suelen ser difíciles, se flexibiliza el régimen de la disolución por pérdidas y se permite una ampliación del plazo para solicitar la declaración de concurso. Existe, no obstante, un riesgo ineludible de que el deudor y las entidades de crédito puedan llegar a un acuerdo que sea favorable a sus intereses y que resulte abusivo para los demás acreedores, como consecuencia de la insuficiencia de las garantías previstas para la tutela de los sujetos que no forman parte pero se ven afectados por los acuerdos adoptados.

En contraste con el conjunto de medidas que favorecen la posición de las entidades de crédito, la jurisprudencia concursal ha endurecido progresivamente el rigor en la resolución de las cuestiones en que son parte. Se ha considerado que su actuación abusiva

(15) El Real Decreto-ley adapta el Derecho español a la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera. En la jurisprudencia española se han suscitado problemas fundamentalmente en relación con el tratamiento de los *swaps* de intereses en el concurso.

justifica la rescisión de operaciones realizadas entre el deudor y la entidad financiera, la pérdida de las garantías y la subordinación de los créditos. Algunas sentencias han llegado incluso a considerar a las entidades de crédito como administradoras de hecho (véanse las Sentencias del Juzgado de Primera Instancia núm. 1 de Málaga 160/2011, de 7 de abril y 203/2011, de 26 de mayo)[16].

Las insuficiencias de la Ley Concursal para facilitar una solución rápida al concurso y que haga posible la continuidad de la empresa resultan especialmente gravosas para las entidades financieras por el impacto en la contabilidad y en la apreciación de los recursos propios. La crisis económica ha potenciado estas deficiencias que afectan al conjunto de las entidades de crédito. La trascendencia de la situación explica la aprobación de estas reformas encaminadas a facilitar una solución preconcursal mediante un acuerdo entre las entidades financieras principales y el deudor. En un plano de fondo, se echa en falta en España un procedimiento concursal más moderno, adaptado a las necesidades de una economía financiera en la que las cuestiones relativas a la financiación y a las decisiones sobre la reestructuración financiera y empresarial se adopten en el marco de un procedimiento rápido y flexible, que vincule y en el que participen todos los acreedores con las garantías jurisdiccionales adecuadas, también los que gocen de privilegios especiales, como los acreedores hipotecarios normalmente bancarios, y en el que se reconozca la especial relevancia que tienen los acreedores financieros en las empresas.

V. LA CREACIÓN DEL FROB Y LOS PROCESOS DE INTEGRACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS (LOS SIP)

A) Consideraciones generales

Las técnicas y los instrumentos empleados hasta el momento con la finalidad de reforzar la solvencia y resolver las situaciones de dificultades económicas que atraviesan las entidades financieras se han revelado insuficientes en las crisis sistémicas, como la desencadenada en 2007. La crisis actual ha alcanzado al conjunto de las entidades en el contexto global de la internacionalización de los mercados financieros.

El Banco de España ha desempeñado un papel fundamental en la gestión de la crisis. Desde su inicio se han promovido dos clases de medidas. Por un lado, se han establecido una serie de instrumentos con el objetivo de evitar las crisis futuras del sistema financiero, como el refuerzo de las autoridades de supervisión en colaboración con las instituciones internacionales, el fortalecimiento de la supervisión o la previsión de requisitos más rigurosos en materia de capital.

Al mismo tiempo, la excepcionalidad de la situación y la importancia de la crisis ha hecho necesario recurrir al apoyo público de los estados al sistema financiero, bien de manera conjunta o de forma individual. Se han ampliado las coberturas de los sistemas de garantía, se ha fomentado la liquidez de los mercados por el Banco Central Europeo y se ha procedido a la inyección de dinero público en las entidades de crédito con dificultades.

(16) PULGAR EZQUERRA, J. (2009).

En España se ha creado con este objetivo el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) 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[17]. La creación del FROB pretende ser coherente con los Principios Comunes de gestión de crisis acordados por los ministros de finanzas de la UE en junio de 2008[18].

La reestructuración ordenada bancaria consiste en un procedimiento que se dirige a sanear la entidad de modo que se aseguren los depósitos y se minimicen los costes que conlleva el reflotamiento. Por esta vía[19] se anticipa la solución a la crisis y se evita la solicitud del concurso. Se introduce, además, un proceso para la integración de entidades de crédito para lograr una estructura y dimensión más eficiente que mejore las perspectivas de futuro y la viabilidad a medio plazo. El apoyo del FROB a estos procesos de concentración se justifica en la dificultad para obtener los recursos propios necesarios para llevarlos a cabo.

B) Los planes de integración

El FROB puede apoyar los planes de integración de entidades de crédito con el objetivo de mejorar las perspectivas futuras, mediante la realización de procesos dirigidos a

---

(17) El antecedente a este Real Decreto-ley se encuentra en la intervención de la Caja Castilla-La Mancha por el Real Decreto-ley 4/2009, de 29 de marzo, por el que se autoriza la concesión de garantías derivadas de la financiación que pueda otorgar el Banco de España a favor de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha.

(18) Exposición de motivos del Real Decreto-ley 9/2009. El empleo de fondos públicos para el saneamiento de entidades financieras privadas debe cumplir con lo dispuesto en el régimen comunitario de ayudas estatales públicas [arts. 107 y 108 TFUE, en particular el art. 107.3, b) y c)], y con el de la Política económica y monetaria (art. 123 TFUE, que prohíbe la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos a los bancos centrales a favor de los gobiernos, las autoridades o los organismos públicos). A raíz de la crisis se han publicado una serie de Comunicaciones en esta materia: Comunicación (2008/C/270/02) sobre la aplicación de normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial; Comunicación (2009/C 10/03) sobre la recapitalización de las instituciones financieras en la crisis financiera actual: limitación de ayudas al mínimo necesario y salvaguardias contra los falseamientos indebidos a la competencia; Comunicación (2009/C 195/04) *on the return to viability and the assesment of restructuring measures in the finantial sector in the current crisis under the State aid rules* y Comunicación (2009/C 83/01) sobre marco temporal aplicable a las medidas de ayuda estatal para facilitar el acceso a la financiación en el actual contexto de crisis económica y financiera. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, J.A. (2010), 167 y ss.

A pesar de la manifestación de la Exposición de Motivos del Real Decreto-ley 9/2009 acerca del respeto del marco europeo de ayudas públicas, España ha realizado una notificación sobre la creación del FROB a la Comisión el 19 de enero de 2010. La Comisión ha declarado la compatibilidad del FROB con el art. 107.3, b) TFUE en la Decisión de 28 de enero de 2010 (publicada el 9 de marzo de 2010), siempre que se cumpla con las condiciones que en ella se fijan y que tratan de asegurar que las ayudas prestadas a través del FROB sean apropiadas, necesarias y proporcionales (<http://ec.europa.eu/community_law/state_aids/comp-2010/n028-10-en.pdf>). En la nota de prensa publicada ese mismo día se dice (<http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=3_N28_2010>): «La Comisión Europea ha aprobado hasta el 30 de junio de 2010 el régimen español de recapitalización bancaria, cuyo objetivo es reforzar la solidez y solvencia de las entidades de crédito, de forma que puedan facilitar créditos con normalidad y que se mantenga la confianza en el sistema financiero nacional. La Comisión ha constatado que el régimen se atiene a sus comunicaciones de orientación relativas a las ayudas estatales destinadas a superar la crisis financiera (véase IP/08/1495 e IP/08/1901). En especial, las medidas aprobadas tienen una limitación temporal y de alcance, requieren una remuneración al tipo de mercado e incluyen suficientes incentivos para reembolsar paulatinamente la participación del Estado. Por lo tanto, la Comisión ha concluido que el régimen es un medio adecuado para corregir una grave perturbación de la economía española y que como tal es compatible con el artículo 107.3.b) del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE)».

(19) DEL GUAYO, I. (2009) y DEL GUAYO, I. (2008).

aumentar la eficiencia, racionalizar la administración y gerencia y redimensionar la capacidad productiva (art. 9 Real Decreto-ley 9/2009 sobre el FROB). Con esta finalidad, el FROB tiene la posibilidad de adquirir participaciones preferentes convertibles para reforzar los recursos propios de las entidades de crédito participantes en el plan siempre que no se encuentren en una situación de dificultades económicas que hicieran necesario llevar a cabo un procedimiento de reestructuración (conforme al art. 6.º Real Decreto-ley 9/2009, sobre el FROB).

El plan de integración debe ser elaborado por las entidades de crédito que participen, en él se detallan las medidas específicas y los compromisos que se asumen para alcanzar aquellos objetivos, así como el plazo y el riesgo de la operación. El plan ha de ser aprobado por el Banco de España. En la autorización también se deberá tener en cuenta la necesidad de evitar que se produzcan distorsiones competitivas. El empleo de medios públicos justifica la intervención del Ministerio de Economía y Hacienda, que se puede oponer en el plazo de diez días desde la presentación de la memoria económica de la operación por el FROB.

Una vez aprobado el plan, las entidades han de proceder a la adopción de los acuerdos necesarios para llevar a cabo la recapitalización: ampliación del capital, emisión de las participaciones, etc., con exclusión del derecho de suscripción preferente y con respeto de los principios que establezca la Comisión Europea sobre los términos y las condiciones de emisión. Las participaciones preferentes convertibles tienen la consideración de recursos propios computables. La entidad emisora asume el compromiso de recomprarlas en los términos comprometidos en el plan de integración. Transcurrido el plazo de cinco años desde el desembolso, el FROB podrá imponer la conversión en el plazo de seis meses. El Banco de España tiene la competencia para autorizar la conversión anticipada en caso de que considere improbable su cumplimiento. También puede ser objeto de modificación y de ampliación por un periodo de hasta dos años más si lo hiciera aconsejable la evolución de la situación económico-financiera, previa aprobación del Banco de España. El FROB tiene la titularidad de los derechos políticos que se deriven de las participaciones que adquiera por la conversión, sin que le resulten aplicables ninguna clase de limitaciones (en los términos que se establecen en el art. 9.5 por remisión al art. 7.º del Real Decreto-ley 9/2009 sobre el FROB). La desinversión por el FROB se lleva a cabo en virtud de la recompra por la entidad emisora o mediante la enajenación a terceros conforme a procedimientos que aseguren la competencia.

La entidad de crédito designada por el plan de integración ha de remitir al Banco de España un informe con una periodicidad trimestral en el que se detalle el cumplimiento de las medidas contenidas en el plan aprobado. El Banco de España puede requerir la observancia de las disposiciones que considere necesarias para garantizar la efectividad del plan hasta su término.

Para facilitar los procesos de integración de las cajas de ahorros se ha modificado la Ley de Modificaciones Estructurales (LME) en 2009. Esta reforma resultaba necesaria debido a que el ámbito de vigencia de la regulación de las Comunidades Autónomas en materia de cajas de ahorros se extiende en principio a las cajas de ahorros constituidas en la propia Comunidad Autónoma[20]. La reforma de 2009 determina la aplicación de la LME a

(20) ARAGÓN, M./GARCÍA VILLAVERDE, R./SANTAMARÍA PASTOR, J.A. (1991), 481 y ss.; CAÑABETE, R. (2006). Las deficiencias del régimen anterior a la reforma fueron destacadas, entre otros, por ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R. (2008), 59; SEQUEIRA MARTÍN, A. (2007).

las operaciones de reestructuración de las entidades de crédito. De esta manera, desaparece la laguna que había en el Derecho español en una cuestión tan relevante. Las fusiones y los demás supuestos de modificaciones estructurales entre cajas de ahorros de diferentes Comunidades Autónomas o entre cajas de ahorros y bancos que tengan la forma jurídica de sociedades anónimas se han de realizar conforme a lo dispuesto en la LME.

No se ha contemplado en la regulación ninguna medida para simplificar el procedimiento de adopción de las modificaciones estructurales de las entidades de crédito que hayan adoptado en ejecución de un plan de integración conforme a lo dispuesto en el Real Decreto-ley 9/2009, tampoco en el supuesto de que el plan prevea que las entidades reciban la ayuda financiera del FROB. La aplicación de determinadas garantías establecidas con carácter general en el régimen de las modificaciones estructurales constituyen un obstáculo para llevar a cabo la reestructuración. En concreto, no parece que tenga mucha justificación que los acreedores y, en particular, los clientes de la entidad de crédito, puedan ejercitar el derecho de oposición en las modificaciones estructurales adoptadas en ejecución de un plan de integración. La supervisión del Banco de España debiera ser garantía suficiente para los acreedores en esta clase de procesos. El encarecimiento potencial de la operación como consecuencia del ejercicio de este derecho se puede traducir en un aumento de la financiación aportada por el FROB. Sin embargo, al no haberse previsto ninguna especialidad, es necesario observar el conjunto de las normas que regulan las modificaciones estructurales. Así se está haciendo también en la práctica, en las operaciones que se han realizado hasta el momento se ha reconocido de manera generalizada el derecho de oposición de los acreedores, sin ninguna restricción. Cuestión diferente es el escaso uso que normalmente hacen los acreedores de este derecho.

C) El procedimiento de reestructuración

Cuando por la evolución de los mercados o, incluso, de la propia entidad resultante de la integración no pudiera cumplirse con el plan previsto para la solución de la crisis y la entidad de crédito se encontrara en situación de dificultades económicas, se ha de proceder a la solución de la crisis a través del procedimiento de reestructuración ordenada bancaria.

El supuesto de hecho que desencadena el inicio del procedimiento de reestructuración se hace de manera deliberadamente abierta. El Real Decreto-ley 9/2009 sobre el FROB lo delimita del siguiente modo (art. 6.º1): «Cuando una entidad de crédito o un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito presente debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad».

La situación de dificultades económicas consiste en el deterioro de los activos de la entidad de crédito, grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito, en el déficit de los recursos propios computables, en la falta de capacidad para generar resultados recurrentes o en la falta de confianza externa sobre su solvencia (art. 6.º2 Real Decreto-ley 9/2009 sobre el FROB). Desde un punto de vista teleológico-sistemático, la utilización de una formulación relativamente amplia para la delimitación del supuesto de hecho que determina el inicio del procedimiento de reestructuración encontraría justificación en la consideración de este procedimiento en el conjunto de medidas que se dirigen reforzar la solvencia de

las entidades de crédito; el Banco de España lleva a cabo una supervisión permanente de las entidades de crédito, se prevén medidas dinámicas de diferente grado de intensidad, en función de la necesidad de asegurar en todo momento el cumplimiento de los requisitos mínimos necesarios de recursos propios, se establece la adopción de programas encaminados a restablecer el cumplimiento en caso de que se produzcan déficit (art. 75 Real Decreto 216/2008 sobre recursos propios de las entidades de crédito), etc.

El presupuesto del procedimiento de reestructuración puede ser previo a la situación de insolvencia e incluso a la insolvencia inminente (art. 2.º LC). Ahora bien, incluso en el supuesto de que la entidad de crédito se encontrara en una situación que obligara a la solicitud de concurso, no se impide que se siga el procedimiento de reestructuración. El procedimiento concursal y el procedimiento de reestructuración son procedimientos alternativos para la solución de la crisis de la entidad de crédito. La presentación de un plan de reestructuración bancaria excluye el deber de solicitar el concurso (DA 4.ª Real Decreto-ley 9/2009, sobre el FROB). La decisión sobre el procedimiento que se debe seguir en cada caso se debe tomar en función de los distintos intereses implicados, los de la entidad, los de los acreedores, los del FGD y los del FROB y los generales del sistema financiero[21].

El inicio del procedimiento de reestructuración se hace, en principio, por iniciativa de la entidad de crédito afectada. Cuando se den los presupuestos de hecho que determinan el inicio del procedimiento de reestructuración, se establece una obligación de la entidad de crédito o del grupo o subgrupo consolidable de información inmediata al Banco de España de la situación de dificultades económicas que puedan afectar a la viabilidad de la entidad (art. 6.1 Real Decreto-ley 9/2009 sobre el FROB). El Banco de España tiene competencia para iniciar el procedimiento de reestructuración en la medida en que aprecie que la entidad o el grupo o subgrupo consolidable se encuentran en situación de dificultades económicas. En este caso, el procedimiento se inicia mediante el envío de una comunicación a la entidad de crédito afectada con el requerimiento de que presente un plan de reestructuración. La presentación del plan por la entidad de crédito se debe hacer en el plazo de un mes desde el envío de la comunicación al Banco de España o desde que el Banco de España lo hubiera exigido. El incumplimiento de estos deberes se califica como una infracción muy grave [art. 4.ºp) LDIEC].

El plan de reestructuración consiste en acciones dirigidas a reforzar el patrimonio y la solvencia, proceder a una fusión o absorción por otra entidad de reconocida solvencia, la cesión total o parcial del negocio o de unidades económicas a otras entidades. La ejecución del plan se debe iniciar en el plazo de tres meses. El plan puede ser apoyado por el FGD mediante la adopción de las medidas preventivas y de saneamiento que se consideren oportunas. El FROB concede la financiación necesaria al FGD para que pueda acometer sus funciones, en condiciones de mercado y según criterios de utilización eficiente de los recursos públicos.

---

(21) A este respecto, el art. 10.3 Real Decreto 2606/1996, sobre los Fondos de Garantía de Depósitos, establece: «3. Al adoptar estas medidas, el fondo tendrá en cuenta el coste financiero de las mismas a su cargo que se comparará con los desembolsos que hubiese tenido que realizar de optar, en el momento de la adopción del plan, por realizar en lugar de éste el pago de los importes garantizados previstos en el artículo 7».

El Banco de España tiene la competencia para la aprobación del plan de reestructuración presentado por la entidad (art. 6.3 Real Decreto-ley 9/2009, sobre el FROB). Además del examen de los aspectos económico-financieros del plan, deberá apreciar si la entidad de crédito o el grupo o subgrupo consolidables presentan deficiencias en la estructura de organización, en los mecanismos de control interno o en los procedimientos administrativos y contables, incluidos los relativos a la gestión y control de los riesgos. En la aprobación del plan, el Banco de España tiene la posibilidad de incluir las modificaciones o medidas adicionales que considere necesarias para asegurar la superación de las dificultades y la viabilidad de la entidad de crédito. Corresponde al Banco de España, además, proceder a la aplicación de las medidas disciplinarias que estime oportunas a las personas que ejercieran cargos de administración en la entidad.

La intervención de la entidad tiene como presupuesto que no sea posible resolver la situación de crisis de la entidad de crédito mediante la aprobación del plan (art. 7.1 Real Decreto-ley 9/2009, sobre el FROB), es decir, en aquellos casos en los que no se presente un plan por la entidad de crédito, no se pueda elaborar por la imposibilidad de encontrar una solución satisfactoria, no se considere viable por el Banco de España el plan presentado, se incumpliera de manera grave por la entidad de crédito el plan que hubiera sido aprobado por el Banco de España o las medidas concretas contempladas en el programa aprobado para el restablecimiento de los recursos propios (art. 75 Real Decreto 216/2008 sobre recursos propios de las entidades de crédito).

El Banco de España adopta como primera medida la sustitución provisional de los órganos de administración o dirección de la entidad de crédito (art. 7.2 Real Decreto-ley 9/2009 sobre el FROB, que remite al Título III LDIEC) y el nombramiento como administrador provisional al FROB. Desde ese momento, el FROB suministra el apoyo financiero necesario para la continuidad de la actividad de la entidad.

En el plazo de un mes, ampliable a seis meses, el FROB ha de elaborar un informe detallado sobre la situación patrimonial y un plan de viabilidad (art. 7.2 Real Decreto-ley 9/2009, sobre el FROB). El examen de la entidad puede dar a conocer irregularidades en la gestión que justifiquen el ejercicio de acciones de responsabilidad o el inicio de expedientes sancionadores o de procesos penales contra los anteriores gestores.

El plan contiene medidas de apoyo financiero para el saneamiento de la entidad de crédito como la concesión de garantías, de préstamos en condiciones favorables, de financiaciones subordinadas, la adquisición de cualquier clase de activos o la suscripción o adquisición de valores representativos de recursos propios. Incluye asimismo medidas de gestión para mejorar la organización y los sistemas de procedimiento y control interno de la entidad. La adopción de estas medidas sirve para facilitar procesos de fusión o absorción por entidades de crédito de reconocida solvencia o la cesión total del negocio o de unidades económicas.

El plan de reestructuración debe ser aprobado por el Banco de España. Con carácter previo a la aprobación, el Banco de España debe solicitar un informe al Ministerio de Economía y Hacienda y a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas en el que tengan su domicilio las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito. Los informes deben ser emitidos en el plazo de diez días. El FROB debe elaborar además una memoria económica sobre el impacto financiero del plan de reestructuración sobre los fondos aportados

con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. La memoria económica se debe presentar ante el Ministerio de Economía y Hacienda, quien puede oponerse razonadamente en el plazo de diez días.

La autorización del plan de reestructuración por el Banco de España se extiende a las operaciones de fusión, de escisión o de cesión global, a las eventuales adquisiciones de participaciones significativas o a las modificaciones estatutarias o cualquier otra clase de operación societaria sujeta a autorización que se hubiera contemplado en el plan, salvo las autorizaciones exigidas por la legislación en materia de competencia (art. 8 RLD 9/2002 sobre el FROB).

El FROB tiene asignadas una serie de funciones bastante amplias y con poderes extraordinarios para proceder al saneamiento de la entidad de crédito. Se encuentra facultado expresamente para la cesión de los depósitos a otra entidad de crédito con la satisfacción de su importe, sin que sea necesario el consentimiento de sus titulares. Previo informe de la CNMV puede trasladar los valores depositados en la entidad por cuenta de sus clientes a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad. En el caso de que el plan de reestructuración contemple la adquisición de activos de la entidad intervenida, el FROB tiene la posibilidad de mantener la gestión o cederla a un tercero o decidir la enajenación mediante procedimientos que aseguren la competencia.

En aquellos supuestos en los que el plan de reestructuración contemple una operación «acordeón», una reducción y un aumento de capital simultáneos en la medida necesaria para proceder al saneamiento de la entidad, la suscripción de acciones o de cuotas participativas por el FROB necesariamente requiere de la supresión del derecho de suscripción preferente. El acuerdo de la Junta general no produce efectos sin la aprobación expresa de los administradores provisionales designados en la adopción de medida de sustitución (arts. 35 y 36 LDIEC). De este modo se asegura el cumplimiento del plan de reestructuración por los órganos de decisión de la entidad afectada.

No se aplican al FROB las limitaciones u obligaciones legales para que pueda ejercer el control que no sean aplicables al FGD (art. 7.6 Real Decreto-ley 9/2009 sobre el FROB) y, en concreto, las limitaciones estatutarias a los derechos de asistencia y de voto; en el supuesto de adquisición de cuotas participativas de una caja de ahorros, se reconoce al FROB un derecho de decisión en la Asamblea general proporcional al porcentaje que representen las cuotas participativas en el patrimonio neto de la Caja (art. 7.8 Real Decreto-ley 9/2009, sobre el FROB); tampoco tienen vigencia las limitaciones a la tenencia de cuotas participativas (véase art. 7.º 7 Ley 13/1985), ni a la adquisición al capital social de cooperativas de crédito por parte de personas jurídicas ni a la computabilidad de los recursos propios respecto de los valores que el FROB adquiera o suscriba; la exención de OPA que se reconoce a los FGD[(22)] en las operaciones de saneamiento se extiende a favor del FROB.

La última fase del proceso de reestructuración consiste en la desinversión del FROB y en la salida del capital de la entidad intervenida, una vez se haya procedido a su saneamiento. Los activos adquiridos por el FROB deberán ser enajenados por procedimientos

(22) ALONSO LEDESMA, C./RODRÍGUEZ MARTÍNEZ/TAPIA HERMIDA, A. (2009), 252; DE CÁRDENAS, C. (2009), 9 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F. (2009), 192 y ss.; ZURITA, J. (2009), 215.

que aseguren la competencia. Las condiciones de la subasta de las participaciones de la entidad de titularidad del FROB no tienen que venir únicamente referidas al precio, se pueden introducir otros elementos que aseguren la solvencia y las perspectivas de futuro. El adjudicatario ha de proceder al reflotamiento definitivo de la entidad una vez se haya hecho con el control. La tarea del FROB continúa con la identificación, análisis, valoración, administración, recuperación y liquidación de los activos bancarios asumidos.

D) El saneamiento de las cajas de ahorros. El recurso a los SIP

Hasta el momento, el recurso a la intervención de las entidades de crédito con dificultades económicas se ha empleado en pocos casos, únicamente se ha utilizado cuando no cabía una solución de otro tipo que resultara más respetuosa con la autonomía de la entidad y que permitiera resolver la situación con un menor sacrificio. La práctica totalidad de las cajas de ahorros se encuentran en procesos de integración. Estos procesos se han hecho en la mayor parte de los casos con el recurso a las ayudas del FROB. El objetivo de estos procesos ha consistido en redimensionar la organización para aumentar la eficiencia y racionalizar la gestión. Se han llevado a cabo a través de fusiones ordinarias o mediante la creación de Sistemas Institucionales de Protección (SIP), lo que se ha denominado de forma expresiva como fusiones frías. Los SIP son la figura más novedosa.

Los SIP se regulan en el art. 80.8 de la Directiva 2006/48/UE sobre acceso y ejercicio de la actividad de entidades de crédito. En el Derecho español han sido regulados por el art. 25 Real Decreto-ley 6/2010, que modifica la letra d) del apartado 3 del artículo 8 de la Ley 13/1985, y por el Título III del Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio y la norma 15 de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

La creación de un SIP se dirige a reforzar las garantías de liquidez y de solvencia de las entidades que lo integran[(23)]. Implica la constitución de un grupo de coordinación en virtud del cual se establece una estructura de codecisión entre las entidades que participan en el proyecto de integración. El SIP se crea en virtud de un acuerdo contractual de integración por el que se determina la configuración de una entidad central en la que se concentra el negocio bancario, lo que facilita cumplir con los umbrales de recursos mínimos. Al mismo tiempo, de acuerdo con la configuración de los SIP como grupos contractuales, las decisiones se toman en común por todos los sujetos que forman parte del SIP. La creación de un SIP ha de ser autorizada por el Banco de España.

La opción por la fusión plena se ha empleado casi siempre en la integración de cajas de ahorros que pertenecen a la misma comunidad autónoma. Se ha utilizado, en cambio, la vía de los SIP en los procesos de integración de cajas de ahorros que tienen su sede en diferentes autonomías. De este modo, las Comunidades Autónomas y las administraciones locales mantienen su influencia en la gestión y en los objetivos del SIP a través de sus representantes en las cajas de ahorros integradas en él.

La pieza clave en la constitución de un SIP es el acuerdo de integración. Se trata de acuerdos de naturaleza contractual que presentan una cierta tipicidad social, en el sentido

(23) CALVO VÉRGEZ, J. (2011), 41; PAZ-ARES, C./NÚÑEZ-LAGOS, R. (2011A y 2011B), 194-195.

de que han sido creados por la práctica y de que todos ellos responden a la misma estructura y objetivos. Se puede decir que son contratos atípicos en casi todos sus aspectos, por la singularidad de su finalidad y las particularidades de sus contenidos[24]. Los acuerdos contractuales de creación de un SIP cumplen una función similar a los contratos por los que se fijan los términos de los proyectos de fusión en las fusiones típicas. Normalmente, los acuerdos de integración[25] reúnen las notas del concepto genérico de sociedad en sentido amplio y se pueden considerar como una sociedad interna[26].

En el SIP tiene que haber necesariamente una entidad central que determine con carácter vinculante las políticas y estrategias de negocio del SIP, así como los niveles y medidas de control interno y de gestión de riesgos. Esta entidad central es la responsable de cumplir los requerimientos regulatorios en base consolidada del SIP. La entidad central puede ser una de las entidades de crédito integradas en el SIP o una entidad participada por todas las entidades y que, a su vez, forme parte del SIP. Cuando las entidades integradas en el SIP sean cajas de ahorros, la entidad central ha de tener la naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar participada por las Cajas integrantes en al menos un 50% de su accionariado.

La consideración de los SIP como grupos contractuales por coordinación presenta particularidades. Las cajas de ahorros integradas en el SIP participan en la entidad central en función del porcentaje del capital que les corresponda según lo pactado en el acuerdo de integración. Al mismo tiempo, cada una de las cajas de ahorros mantiene su autonomía en relación con aquellas actividades que no se transfieren al SIP. El acuerdo de integración contiene las obligaciones que asumen cada una de las cajas de ahorros en relación con la entidad central con el objeto de regular el funcionamiento y el desarrollo de la actividad de manera conjunta y coordinada.

El compromiso mutuo de solvencia y de liquidez entre las entidades participantes ha de alcanzar como mínimo al 40% de los recursos propios computables de cada una de ellas en lo que se refiere al nivel de solvencia. El compromiso de apoyo mutuo también debe incluir las previsiones necesarias para que el apoyo entre sus integrantes se lleve a cabo a través de fondos inmediatamente disponibles. Asimismo han de poner en común como mínimo el 40% de los resultados. El SIP ha de cumplir los requisitos para que la ponderación del riesgo sea del 0% de las exposiciones que tengan entre sí los integrantes del SIP.

La estabilidad de la estructura de funcionamiento creada se asegura mediante el establecimiento de que la duración mínima del SIP sea de 10 años. La salida del SIP de una entidad participante se ha de comunicar con un plazo de preaviso de 2 años. Se pueden establecer penalizaciones a la salida con el fin de promover la estabilidad y la permanencia de las entidades en el SIP. Corresponde al Banco de España la aprobación de la salida de una entidad del SIP, después de verificar que esté asegurada tanto la viabilidad del SIP como de la entidad que lo abandona.

---

(24) PAZ-ARES, C./NÚÑEZ-LAGOS, R. (2011B), 199.

(25) GÓMEZ-JORDANA, I. (2010), 244-247, distingue entre los SIP sin creación de una nueva entidad o los SIP con creación de una nueva entidad. En el primer caso, considera que el acuerdo contractual tendría una naturaleza atípica, si bien puede adquirir, al menos en parte, la naturaleza jurídica de diferentes figuras asociativas, entre las que señala la del contrato de cuentas en participación y la comunidad de bienes. En el segundo, entiende que se trata de un pacto de socios.

(26) GIRÓN TENA, J. (1976), 30 y ss.; PAZ-ARES, C. (1993), 1313-4.

En el momento en el que se aprueba el Real Decreto-ley 11/2010, julio de 2010, todavía se confía en las ventajas considerables que suponen las cajas de ahorros para el sistema financiero español. Por esa razón, además de regular los SIP, el objetivo de esta norma consiste en introducir las modificaciones necesarias en el estatuto de las cajas de ahorros con la finalidad de fortalecerlas. De acuerdo con este objetivo, se facilita la capitalización de las cajas de ahorros mediante la introducción de una serie de reformas en la regulación de las cuotas participativas para que puedan ser un instrumento atractivo para los inversores[27]. A este respecto, se añaden derechos políticos a los derechos económicos que tenían reconocidos hasta este momento. En segundo lugar, se lleva a cabo una reforma del régimen del gobierno corporativo de las cajas de ahorros en los aspectos más directamente relacionados con su actividad, con el objetivo de impulsar la profesionalización hasta alcanzar niveles equiparables a los bancos[28].

VI. LA CONVERSIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS EN BANCOS

Como consecuencia de las reformas aprobadas a raíz de la crisis se ha producido la mayor reestructuración del sistema financiero español en la historia económica reciente. Desde enero de 2008 hasta el cierre de 2010 las entidades financieras han reconocido y asumido pérdidas por un valor equivalente al 9% del PIB español. El importe aproximado de la recapitalización llevada a cabo tiene un importe equivalente al 3% del PIB. Este proceso ha afectado de manera especialmente intensa a las cajas de ahorros. En menos de un año se ha pasado de 45 entidades singulares, con un tamaño medio de 28.504 millones de euros, a 17 entidades, con un volumen de activos medios de 75.452 millones de euros. La reducción de cajas de ahorros ha venido acompañada de una reducción del número de sucursales y de los costes de la estructura de organización.

Pese a todo, al poco tiempo de aprobarse una reforma de tanto calado como la del el Real Decreto-ley 11/2010, el 9 de julio de 2010, que afecta de manera esencial a los aspectos más básicos del estatuto de las cajas de ahorros, al financiero y al relativo al gobierno corporativo, se hizo patente que las medidas adoptadas eran todavía insuficientes. La gravedad de la situación ha obligado a aprobar un nuevo Decreto-ley el 18 de febrero de 2011, el Real Decreto-ley 2/2011, para el reforzamiento del sistema financiero. La vía de la reforma del estatuto de las cajas de ahorros estaba agotada. La única solución que quedaba era propiciar la transformación de las cajas de ahorros en bancos. De este modo, desaparecían completamente las restricciones de las cajas de ahorros para acceder a los mercados de valores y obtener los recursos necesarios para cumplir con los requisitos del capital impuestos a las entidades de crédito. Ahora bien, esto supone, como es evidente, la definitiva desnaturalización de las cajas de ahorros y su conversión en bancos a todos los efectos[29].

---

(27) TAPIA HERMIDA, A.J. (2011B), 149 y ss.; CASTILLA CUBILLAS, M. (2010), 5 y ss., considera que el reconocimiento de los derechos políticos de las cuotas participativas en el Real Decreto-ley 11/2010 resulta todavía insuficiente.

(28) SÁNCHEZ-CALERO, F./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2011), 117 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2011), 177 y ss.

(29) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2011), 176.

Como ya se ha señalado, el Estado español no tiene la posibilidad de obligar a la conversión de las cajas de ahorros en bancos, pues la competencia constitucional en materia de cajas de ahorros corresponde a las Comunidades Autónomas. Por esa razón, el Real Decreto-ley 2/2011 procede de una manera indirecta. La norma anticipa la exigencia de las medidas establecidas en Basilea III en materia de nivel mínimo de capital principal. La observancia de estos requisitos es casi inviable si la entidad de crédito no acude sin restricciones a los mercados de valores para captar los recursos. Obliga, además, a las entidades que no cumplan con el mínimo de capital a elaborar un plan que contenga una estrategia y un calendario que permita observarlo en un plazo relativamente breve. Se autoriza finalmente a las entidades de crédito para que recurran al FROB cuando sea imprescindible para lograrlo.

Las deficiencias apreciadas en los acuerdos de Basilea II a raíz de la crisis financiera internacional se han tratado de resolver en Basilea III. Con este objetivo se desarrollan diversos instrumentos encaminados a reforzar la solvencia y la liquidez de las entidades financieras y mejorar la cobertura de riesgos: se aumentan los niveles de calidad, consistencia y transparencia de las exigencias de capital, se reduce la prociclicidad y se promueven colchones anticíclicos, se abordan las cuestiones específicas del riesgo sistémico, se establece un coeficiente de apalancamiento, se introduce un estándar de liquidez internacional (el coeficiente de cobertura de liquidez y el coeficiente de financiación estable neta), etc. Se prevé un calendario para facilitar que la incorporación de estas medidas por parte de las entidades financieras se pueda hacer de manera progresiva y evitar así las consecuencias contraproducentes que se pudieran derivar de una introducción inmediata para el mercado del crédito y para las propias entidades.

Por otro lado, la actividad de supervisión de ámbito nacional resulta insuficiente en el contexto de la internacionalización de los mercados financieros. Es necesario establecer cauces de coordinación entre las diferentes autoridades nacionales encargadas de la supervisión[30]. En Europa, esta situación se intensifica por el elevado nivel de integración de los mercados financieros en el conjunto de la Unión Europea. De acuerdo con esta finalidad, se han creado en Europa la Junta Europea de Riesgos Sistémicos, ESRB, y el Sistema Europeo de Autoridades Financieras, ESFS, como estructura de coordinación de las Autoridades Financieras Nacionales. El objetivo de estas instituciones consiste en dotar de estabilidad a los mercados financieros, ya no se pretende únicamente asegurar la solvencia de las entidades financieras sino, además, la estabilidad del conjunto del sistema financiero frente a los riesgos sistémicos[31].

Asimismo, se han tomado otra clase de medidas en el ámbito europeo dirigidas a resolver las carencias más relevantes en la ordenación de las entidades de crédito que se han puesto de manifiesto durante esta crisis. En la misma dirección que las propuestas de Basilea III, se ha promovido por la Unión Europea una mejora de la calidad del capital y de los niveles de liquidez de las entidades financieras. Asimismo se han tratado de perfeccionar los mecanismos de control de riesgos, se ha prestado especial atención a la concentración excesiva de riesgos en las entidades financieras para limitar los riesgos sistémicos, a la

(30) COFFEE, J.C./SALE, H.A. (2008).

(31) FLORES DOÑA, M.S. (2011); MUÑOZ PÉREZ, A.F. (2010); TAPIA HERMIDA, A.J. (2011A).

transparencia y al control de las estructuras de titulización y, asimismo, a las políticas de remuneración con el objetivo de evitar que se puedan establecer incentivos que puedan tener efectos de potenciar los riesgos de la entidad.

Las normas fundamentales aprobadas por la Unión Europea han sido la Directiva 29/111/CE, de 16 de septiembre, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2007/64/CE, en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis, y la Directiva 2010/76/UE, de 24 de noviembre, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración.

Las normas comunitarias se han incorporado al Derecho español a través de la Ley 2/2011 sobre Economía Sostenible y por la Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de intermediarios financieros y otras normas que se ocupan de la regulación de los mercados financieros. Especial trascendencia tiene para la reforma de la regulación española de las entidades financieras la normativa de desarrollo de estas leyes que se ha llevado a cabo por el Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. Esta normativa de desarrollo es la que contiene la especificación técnica de buena parte de las normas comunitarias.

Al mismo tiempo, se ha procedido a adelantar la imposición de una parte de las medidas que se recogen en Basilea III. El Real Decreto-ley 2/2011 establece la vigencia inmediata del mínimo de capital principal, que Basilea III prevé que se cumpla a partir de 2013. El capital principal debe ser del 8% del total de las exposiciones totales ponderadas de riesgo (art. 1.º). El porcentaje se eleva al 10% para las entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros al menos en un 20% y cuando presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%. El Banco de España puede requerir a aquellas entidades singulares que no superen las pruebas de resistencia un nivel superior de capital principal.

Los componentes que integran el capital principal (art. 2.º) se determinan de acuerdo con los criterios fijados en Basilea III. Únicamente son computables como capital principal los siguientes elementos: el capital social de la entidad, las reservas, las primas de emisión, los ajustes positivos por valoración, las participaciones representativas de los intereses minoritarios que corresponden a acciones ordinarias de las sociedades del grupo y, en su caso, los instrumentos computables suscritos por el FROB.

Asimismo, se refuerzan las competencias del FROB con el objetivo de que pueda participar en los planes de recapitalización elaborados por las entidades de crédito para lograr los niveles de capital mínimo principal (Título II). Esto supone evidentemente la entrada de fondos públicos en el capital social de las entidades de crédito. La regulación establecida pretende cumplir con la normativa aplicable de la Unión Europea en materia de competencia y con la protección de los recursos públicos.

Las medidas de apoyo financiero adoptadas por el FROB consisten en la adquisición de acciones ordinarias o de aportaciones al capital social (art. 9.º). El precio de adquisición

de los instrumentos financieros suscritos por el FROB se hace conforme a lo dispuesto en un procedimiento que se dirige a asegurar la objetividad de las valoraciones. La suscripción de estos instrumentos financieros por el FROB determina su incorporación *ope legis* al órgano de administración. La permanencia del FROB en el capital social de la entidad es temporal, no puede ser superior a cinco años. La desinversión se ha de realizar a través de procedimientos que aseguren la competencia de forma que se logre la mayor eficiencia en el uso de los recursos públicos.

Se establece un calendario de cumplimiento de los requisitos de capital principal por parte de las entidades de crédito con plazos relativamente breves (Disposición Transitoria 3.ª). Los nuevos requerimientos han entrado en vigor el 10 de marzo de 2011. La cifra de activos ponderados por riesgo se determina, en principio, por referencia al 31 de diciembre de 2010. Si se realizan operaciones extraordinarias, como la venta de una red de sucursales, esta cifra puede ser ajustada con posterioridad. Las entidades deben informar al Banco de España sobre la ejecución de las operaciones programadas antes del 1 de septiembre.

Las entidades que no observen los requisitos de capital mínimo principal en la fecha de entrada en vigor están obligadas a presentar un plan de cumplimiento en el plazo de 15 días, para su aprobación por el Banco de España. Las entidades que necesiten recurrir a la ayuda del FROB para alcanzar los niveles de capital mínimo principal deberán presentar un plan de recapitalización en el plazo de un mes desde la presentación del plan de cumplimiento. El plan de recapitalización ha de contener un plan de negocio que incluya mejoras en la estructura de costes y en el gobierno corporativo. El plan de cumplimiento tiene que estar ejecutado antes del 30 de septiembre de 2011.

Con la finalidad de facilitar la observancia de los requisitos mínimos de capital principal por parte de las cajas de ahorros, se prevé que puedan proceder a transformarse en bancos. De ese modo, están en mejores condiciones de acudir a los mercados de valores para la obtención de los recursos necesarios. En las normas aprobadas a raíz de la crisis se permite expresamente que las cajas de ahorros puedan desarrollar el objeto propio de la entidad de crédito a través de una entidad bancaria a la que aporten todo su negocio financiero (art. 5.º Real Decreto-ley 11/2010). Esta ha sido la opción seguida por la caja de ahorros más importante de España, la Caixa.

Las cajas de ahorros que soliciten la ayuda del FROB y que presenten un plan de recapitalización están obligadas a ceder necesariamente la actividad financiera a un banco. En los casos en los que el plan contemple el recurso a los mercados de valores para el cumplimiento de los requisitos mínimos de capital principal, el acuerdo del órgano de la entidad que haya de servir de base a la solicitud de emisión o de negociación de acciones se tiene que adoptar antes del 30 de septiembre de 2011. El Banco de España puede prorrogar excepcionalmente la ejecución del plan hasta el primer trimestre de 2012 cuando así venga exigido por el cumplimiento de la normativa del mercado de valores sobre ofertas públicas de ventas de valores.

Como se ha señalado, los planes de integración han empleado de manera preferente la vía de la creación de un SIP como instrumento para proceder a la recapitalización de las cajas de ahorros con dificultades económicas. El procedimiento más extendido cabe sintetizarlo por referencia a las etapas principales. El SIP que se constituye tiene la naturaleza de un banco con la forma jurídica de una sociedad anónima. A continuación se procede

a la cesión por parte de las distintas cajas de ahorros integradas en el SIP del negocio financiero. La operación se realiza con la ayuda al FROB con el objetivo de obtener los recursos necesarios para resolver las dificultades económicas mediante la reestructuración de la entidad.

La entidad bancaria central del SIP adopta seguidamente un acuerdo de segregación por el que se transmite a un banco de nueva creación los activos más solventes y rentables. En la regulación de la segregación en el Derecho español se prevé que la entidad transmitente, en este caso la entidad central del SIP, responde de manera solidaria y subsidiaria de las obligaciones incumplidas por parte de la entidad beneficiaria de la segregación, el banco de nueva creación (art. 80 Ley de Modificaciones estructurales). En cambio, la entidad de crédito beneficiaria de los activos segregados no responde en caso de incumplimiento de la entidad de crédito transmitente. De este modo, se produce una completa separación del banco de nueva creación respecto de los riesgos de dificultades económicas que pueda tener el banco transmitente.

El banco que tiene la condición de entidad beneficiaria realiza una oferta pública de venta de valores. El dinero obtenido con la salida a bolsa se destina a sanear la situación económica del banco transmitente. El proceso de saneamiento se completa con la ayuda del FROB.

Como consecuencia de estos procesos de reestructuración, puede suceder que las cajas de ahorros vean reducidas su participación de manera importante en el capital de las entidades bancarias en que participen. Cuando su participación no alcance el 50% de los derechos de voto, se prevé que pierdan la condición de entidad de crédito. Esta misma regla se aplica a los casos de control conjunto de una entidad bancaria, como sucede en el caso de los SIP. Las cajas de ahorros quedan transformadas en esos casos en fundaciones de carácter especial que tienen por objeto el desarrollo de la actividad benéfico-social. El patrimonio de la fundación está constituido por las acciones del banco, y los dividendos que obtenga se destinan a la obra social.

La práctica desaparición de la realización de actividades financieras de forma directa por las cajas de ahorros ha propiciado la integración del FGD de los bancos, del FGD de las cajas de ahorros y del FGD de las cooperativas de crédito en un único FGD para el conjunto de los establecimientos de crédito. La medida se ha adoptado el 14 de octubre de 2011 por el Real Decreto-ley 16/2011. La integración de los FGD también pretende que el coste de la reestructuración del sector financiero para el Estado sea menor al poder emplear el FGD de los bancos en el saneamiento de las cajas de ahorros afectadas por la crisis. La norma aprobada se ocupa del establecimiento de la necesaria coordinación entre la actuación del FROB y la actividad que realiza el FGD.

De esta forma, si se cumple con el plan previsto, el sector de las cajas de ahorros quedará saneado en el 2012. A partir de esa fecha va a continuar la actividad del FROB en el saneamiento de las entidades en las que se han concentrado los riesgos derivados de la crisis. Pero el núcleo del sector financiero procedente de las cajas de ahorros desarrollará su actividad recapitalizado y con mayores niveles de solvencia, liquidez y control de riesgos, con una estructura de costes más eficientes y mejoras sustanciales en el gobierno corporativo.

A pesar de la trascendencia de las reformas que ya se han llevado a cabo, la evolución y la persistencia de la crisis van a hacer necesaria la adopción de nuevas medidas en el sis-

tema financiero español, como la elevación de las exigencias de capital[32]. Uno de los problemas que todavía no se ha resuelto de una forma definitiva es el de los activos inmobiliarios que lastran los balances de las entidades de crédito. También se anuncia la realización de una segunda fase de operaciones de fusión y de integración de los bancos españoles.

La crisis está afectando de manera importante a todas las entidades financieras españolas, pero para las cajas de ahorros ha resultado especialmente gravosa. Las cajas constituían casi la mitad del sector al inicio de la crisis. La conversión de las cajas de ahorros en bancos tiene importantes consecuencias desde la perspectiva de la financiación de proyectos sociales y de proyectos vinculados a intereses locales y regionales.

BIBLIOGRAFÍA

ALONSO LEDESMA, C./RODRÍGUEZ MARTÍNEZ/TAPIA, Alberto, «Opas obligatorias, opas con finalidades específicas y OPAs voluntarias», en *Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, dir. BENEYTO, J.M./LARGO, R., Barcelona, 2009.

ARAGÓN, M./GARCÍA VILLAVERDE, R./SANTAMARÍA PASTOR, J.A. (1991), *El Régimen Jurídico de las Cajas de Ahorros*, Madrid.

CALVO VÉRGEZ, J. (2011), *Los sistemas institucionales de protección (SIPs) en el ámbito de las Cajas*, Madrid.

CAÑABETE, R. (2006), *El régimen jurídico de las cajas de ahorros*, Madrid.

CASTILLA CUBILLAS, M. (2010), «Despolitización de las cajas de ahorros y "test de estrés"», *Derecho de los Negocios*, núm. 243, 5 y ss.

CÁRDENAS, Carlos de (2009), «Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición del control», *Revista del Mercado de Valores*, <http://www.uria.com/docs/079ccs.pdf>.

COFFEE, J.C./SALE, H.A. (2008), «Redesign the SEC: Does the Tresaury Have a Better Idea?», working paper núm. 342, noviembre (<http://www.law.columbia.edu/lawec/>).

FLESSNER, A. (1982), *Sanierung und Reorganisation*, Tubinga.

FLORES DOÑA, M.S. (2011), «La Junta Europea de Riesgo Sistémico. The European Board of System Risk», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 121, 61 y ss.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., (1994), «La reforma del fondo de garantía de depósitos bancarios», en *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 55, 569 y ss.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J./ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J. (2009), en *La regulación de las OPAs. Estudio Sistemático del RD 1066/2007, de 27 de Julio*, Aranzadi.

GARCÍA VILLAVERDE, R. (1985), «Instituciones concursales y paraconcursales: el ámbito de la reforma», *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal*, *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense*, Madrid, 189 y ss.

(32) Véase la Declaración de la Cumbre del Euro de 26 de octubre de 2011, Anexo II, que contiene diferentes medidas dirigidas a las entidades financieras, entre las que destaca la elevación de la ratio de capital al 9%.

GIRÓN, J. (1985), «Los institutos concursales en el Anteproyecto de Ley Concursal: sus funciones y relaciones», en *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal*, *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense*, Madrid, 133 y ss.

— (1976), *Derecho de Sociedades*, Madrid.

GÓMEZ-JORDANA, I. (2010), «Sistemas Institucionales de Protección (SIP): algunas consideraciones preliminares», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 120, 233 y ss.

GONDRA, J.M. (2004), «Convenio y reorganización en la nueva Ley Concursal a la luz de los modelos de referencia de la experiencia histórico-comparada», en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, Madrid, 4577 y ss.

GUAYO, I. del (2009), «Previsiones concursales (y paraconcursales) del real decreto-ley núm. 9/2009, de 26 de junio, sobre estructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 11.

— (2008), «Paraconcursalidad preventiva y entidades financieras: nacionalizaciones bancarias en europa (NORTHERN ROCK) y estados unidos (INDYMAC)», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 9.

IGLESIAS PRADA, J.L./SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1984), «Perfiles generales de las crisis en la Banca española contemporánea», *Revista de Derecho Mercantil*, 1984, núm. 171, 47 y ss.

JIMÉNEZ BLANCO, A. (1991), en *Comentarios a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito*, dir. FERNÁNDEZ, T.R., Madrid, 117 y ss.

LÓPEZ PASCUAL, J./SEBASTIÁN GONZÁLEZ, A. (2008), *Gestión Bancaria*, Madrid.

MUÑOZ PÉREZ, A.F. (2010), «El nuevo marco de supervisión financiera europea», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 118, 119 y ss.

PAZ-ARES, C. (1993), en *Comentario del Código Civil*, dir. PAZ-ARES, C./DÍEZ-PICAZO, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P., Madrid.

PAZ-ARES, C./NÚÑEZ-LAGOS, R. (2011A), «¿Qué son los SIPs y qué futuro les espera?», *El Notario del siglo XXI*, núm. 36, marzo-abril, 2011.

— (2011B), «De los SIP y de su racionalidad como fórmula de integración», en *Cajas: nueva normativa*, coordinador, MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., Madrid.

PRIEGO, F.J. (2001), «Tratamiento jurídico de las crisis bancarias», en *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, coord. ZUNZUNEGUI, F., Madrid, 95 y ss.

PULGAR EZQUERRA, J. (2009), «Rescisión concursal y refinanciaciones bancarias», *La Ley*, núm. 7097, 1 y ss.

RECALDE, A. (2009), *El papel del "Derecho" en las crisis. Algunos aspectos de la regulación financiera y de las grandes empresas en relación con la economía*, Documento de trabajo 150/2009, Fundación Alternativas.

RODRÍGUEZ MÍGUEZ, J. A. (2010), «Rescate de entidades financieras y ayudas estatales. Una necesaria relectura del caso *Credit Lyonnais* a la luz de la actual crisis mundial», en *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 117, 141 y ss.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R. (2008), «La normativa autonómica sobre cajas de ahorros. Un análisis comparado», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 112, 41 y ss.

ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. (1988), «Aspectos civiles y mercantiles de las crisis bancarias», en *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 29, 113 y ss.

— (1985), «Las crisis de las cajas rurales», en *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 17, 7 y ss.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1984), «Las crisis bancarias en España. Apuntes sobre su tratamiento hasta la mitad del siglo xx», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 171, 7 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2009), *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*, Madrid, 2009.

— (1981), «El Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios», en *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 1, 7 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F./ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2011), «Novedades en el modelo de gobierno corporativo en las cajas de ahorros», en *Cajas de Ahorros: Nueva normativa*, coord. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., 115 y ss.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2011), «El Real Decreto-ley 11/2010 y la "mercantilización" de las cajas», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 121, 173 y ss.

SEQUEIRA MARTÍN, A. (2007), «La relevancia de la fusión de las cajas de ahorros», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 108, 125 y ss.

TAPIA HERMIDA, A. J. (2011A), «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 121, 9 y ss.

— (2011B), «Cuotas participativas e instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles», en *Cajas de Ahorros: Nueva normativa*, coord. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., 145 y ss.

VILLAR PALASÍ, J.L. (1987), «Medidas de intervención y sustitución», ponencia sobre el Proyecto de Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, en el coloquio en el que participaron GARCÍA DE ENTERRÍA, E., SÁNCHEZ-CALERO, F., FERNÁNDEZ, T.R. y BROSETA, M. publicado en la *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 28, 730 y ss.

ENTRE LA PROSCRIPCIÓN Y LA JUSTIFICACIÓN DEL MANTENIMIENTO DE «ACCIONES PRIVILEGIADAS», «ACCIONES DE ORO» O «GOLDEN SHARES» POR EL ESTADO, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, EN «EMPRESAS PRIVATIZADAS»

ANTONIO TAPIA HERMIDA

Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

El mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», por los Estados miembros de la Unión Europea, directa o indirectamente, en empresas privatizadas, pugna abiertamente con la igualdad de trato de los accionistas, la libertad de establecimiento y la libre circulación de capitales. Principio y libertades de circulación esenciales para la Unión Europea y el sistema de economía de mercado que le es propio. Consecuentemente aquellas «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» vienen siendo objeto de proscripción por la jurisprudencia del Tribual de Justicia de la Unión Europea. La cual solo justifica su creación y existencia en el supuesto de una «amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad», o por razones imperiosas relativas a la protección de intereses nacionales. Nuevos acontecimientos, como el «terrorismo global» o determinadas actuaciones y conductas de «fondos soberanos», ponen en riesgo bienes estratégicos e intereses nacionales atendidos por las empresas privatizadas. Se trata de amenazas no siempre concretas sino generalmente con un componente de vaguedad e imprecisión notables, pero letales. Todo ello ha llevado al Tribunal de Justicia a reorientar su jurisprudencia hacia un «sistema difuso (fuzzy)» para la solución del dilema entre «proscribir o justificar» el mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», por los Estados miembros de la Unión Europea en las empresas privatizadas.

Palabras clave: *Acciones privilegiadas, acciones de oro, golden shares, empresa pública, igualdad de los accionistas, libertad de empresa,*

ABSTRACT

Maintenance of «privileged shares» or «golden shares» in privatised companies by the European Union member states, direct or indirectly, is clearly against the shareholders equal treatment, the freedom of establishment and the free movement of capitals. They are essential principle and freedoms for the European Union and the market economy system. Consequently, those «privileged shares» or «golden shares» are being proscripted by the jurisprudence of the European Court of Justice. Such jurisprudence does only justify their creation and existence in case of a «serious enough real threaten affecting a fundamental interest of the society» or due to imperious reasons related with national interests. New events such as the «global terrorism» or certain conducts and actuations of «sovereign funds» put in risk strategic assets and national interests cared by privatised companies. All the above has led the European Court of Justice to reorient its jurisprudence to a «fuzzy system» for the solution of the dilemma between «to proscript or to justify» the «privileged or golden shares» maintenance in the privatised companies by the European Union member states.

Key words: *Privileged shares, golden shares, public companies, equal treatment of the shareholders, freedom of enterprise, freedom of establish-*

libertad de establecimiento, libre circulación de capitales, intervencionismo del estado, privatización, seguridad pública, intereses generales, terrorismo global, fondos soberanos.

ment, freedom of movements of capitals, state interventionism, privatisation, public safety, general interests, global terrorism, sovereign funds.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. NOCIÓN DE «ACCIONES PRIVILEGIADAS MANTENIDAS, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, POR EL ESTADO EN EMPRESAS PRIVATIZADAS». EL MACROCONCEPTO (SHELTER CONCEPT) «ACCIÓN DE ORO» O «GOLDEN SHARE».

III. IGUALDAD DE LOS ACCIONISTAS VS. «ACCIONES PRIVILEGIADAS MANTENIDAS, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, POR EL ESTADO EN EMPRESAS PRIVATIZADAS», «ACCIONES DE ORO» O «GOLDEN SHARES».

1. La igualdad jurídica.

2. La aplicación de la igualdad jurídica en el ámbito societario.

2.1. Su impronta constitucional.

2.2. La igualdad de trato de los accionistas en la legalidad ordinaria.

IV. LIBERTAD DE EMPRESA, LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALES. LA «PRIMACÍA» DEL DERECHO DE LA UNIÓN EUROPEA Y LA «AUTORIDAD» DE SU INTÉRPRETE.

1. La libertad de empresa.

2. La libertad de establecimiento.

3. La libre circulación de capitales.

4. Sobre si las inversiones «directas» y «de cartera», en otro Estado miembro, se inscriben en el ámbito de la libertad de establecimiento (artículo 49 TFUE), de la libre circulación de capitales (artículo 63 TFUE) o en el de ambas libertades.

5. La «primacía» del Derecho de la Unión Europea y la autoridad de su intérprete.

5.1. La «primacía» del Derecho de la Unión Europea.

5.2. La «autoridad» del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

V. JUSTIFICACIÓN Y PROSCRIPCIÓN DEL MANTENIMIENTO DE «ACCIONES PRIVILEGIADAS», «ACCIONES DE ORO» O «GOLDEN SHARES» POR EL ESTADO, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, EN EMPRESAS PRIVATIZADAS.

1. Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea justificativa del mantenimiento de «acciones privilegiadas, «acciones de oro» o «golden shares», por el Estado en empresas privatizadas.

2. Proscripción por la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea del mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» por el Estado, directa o indirectamente, en empresas privatizadas.

2.1. Criterios generales de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.
2.1.1. Doctrina general.
2.1.2. El «principio de proporcionalidad» o «test de adecuación».
2.1.3. La restricción de los derechos de voto sin limitaciones para la adquisición de acciones.
2.2. La «action espécifique».
2.3. La «golden share» («One Pound Special Share»).
2.4. Un salto cualitativo.

VI. OPCIÓN JURISPRUDENCIAL POR UN SISTEMA DIFUSO (FUZZY)», EN LA SOLUCIÓN DEL DILEMA «PROSCRIPCIÓN O JUSTIFICACIÓN» DEL MANTENIMIENTO DE «ACCIONES PRIVILEGIADAS», «ACCIONES DE ORO» O «GOLDEN SHARES», POR EL ESTADO, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, EN EMPRESAS PRIVATIZADAS.

I. INTRODUCCIÓN

En la actualidad dos acontecimientos modelan tanto instituciones como relaciones sociales y jurídicas. Por una parte la mundialización de la economía. Por otra parte el predominio de la economía financiera, cuya globalización es paradigmática. Todo ello dota a la crisis económica imperante de singulares connotaciones[(1)], al extremo de que «en muchos aspectos esta crisis no tiene precedentes: es la primera que se ha propalado mediante productos financieros modernos estructurados, y también es la primera que ha afectado prácticamente a todo el planeta»[(2)].

La globalización económica es consecuente con el sistema «economía de mercado» [(3)], que «nace de un matrimonio entre dos invenciones: la máquina de vapor, que permite

(1) «La economía europea está emergiendo con dificultad de la peor recesión de las últimas décadas. En la Unión Europea, la recesión provocó un importante descenso de la actividad económica, con la pérdida de millones de puestos de trabajo y un alto coste humano, e hizo que las finanzas públicas quedasen expuestas a fuertes presiones y los Estados miembros, a limitaciones presupuestarias más estrictas», indica la Comisión Europea en el *LIBRO VERDE. Reestructuración y previsión del cambio: ¿qué lecciones sacar de la experiencia reciente?*, «1. Introducción: Reestructuración Proactiva para la competitividad y el crecimiento», apartado «Enseñanzas de la crisis», Bruselas, 17.1.2012, COM(2012) 7 final, p. 3.

(2) PIPER, N., *La Gran Recesión*, Ediciones Destino, Barcelona, 2010, p. 37; Acerca de los nuevos productos financieros, y los niveles de complejidad alcanzada por la titulización, y sobre la crisis global y su expansión, ROUBINI, N., y MIHM, S., *Cómo salimos de ésta*, Ediciones Destino., Barcelona, 2010, pp. 114-116 y pp. 193- 208. Sobre la naturaleza de la crisis global actual, *vid*. RAJAN, R.G., *Grietas del Sistema. Por qué la Economía Mundial sigue amenazada*, Deusto-Centro de Libros Pape/Grupo Planeta, Barcelona, 2012.

(3) Indica GALBRAITH, J. K., *La economía del fraude inocente – La verdad de nuestro tiempo*, Crítica, Barcelona, 2004, pp. 15-18, que «cuando el capitalismo, el referente histórico, dejo de ser aceptable, el sistema fue rebautizado. El nuevo nombre resulto satisfactorio pero carecía de significado (…). La denominación destinada a sustituirlo es "sistema de mercado", una expresión respetable que cuenta con el respaldo de economistas, portavoces empresariales, políticos prudentes y periodistas. La palabra "capitalismo", aunque no muy a menudo, todavía es pronunciada por los perspicaces y expresivos defensores del sistema», y en pp. 18-19, que «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

trabajar a muchos hombres juntos alrededor de una sola fuente de energía, y la sociedad anónima, que es una invención financiera, primer medio de asociar a muchos capitalistas juntos para un mismo proyecto. Entonces el capitalismo toma un desarrollo arrasador porque es formidablemente eficaz»[4].

El sistema de economía de mercado (capitalismo) ha pasado de la «era industrial» a la «era de las finanzas»[5], lo que ha supone el protagonismo indiscutible de la «economía financiera». Lo más específico de su globalización[6] en los momentos actuales es su asentamiento en un más que relativo «fundamentalismo del mercado»[7], habiéndose des-

---

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. (…). 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 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, que se sentían en gran medida afectado por él (…). 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». Afirmando, en p. 24, que «hablar de un sistema de mercado, (…) carece de sentido; es una fórmula errónea, insípida, complaciente»; MCNEILL J.R. y MCNEILL, W.H., *Las redes humanas*, Crítica, Barcelona, 2004, pp. 76, 173-173, destacan que la existencia del mercado no constituye novedad, remontándose a la época de los sumerios o incluso antes (que) «al facilitar la tarea de asignar valor monetario exacto a todo lo que se ofrecía en venta, simplificaron, aceleraron y ampliaron el comercio al por menor y al por mayor», y a China que, alrededor del año 1000 d.C., se constituyó en la primera «sociedad de mercado», mediante «los monasterios budistas (que) dotados de abundante riqueza se convirtieron en centros de difusión de las nuevas formas artísticas y religiosas, y, en medida no menor, del comportamiento de mercado. Después de todo, los monasterios eran empresas económicas además de religiosas».

(4) Indica ROCARD, M., *El País*, Suplemento, del 16 de marzo de 2008, p. 8.

(5) En esta nueva era la mejora individual y el desarrollo social se asocian, en particular, al «beneficio», y éste «ya no es necesariamente una consecuencia de una mejor y mayor producción de bienes y servicios, no requiriendo del espíritu de empresa». En la concepción financiera del beneficio, éste «aparece como el resultado de decisiones financieras (de Inversiones y Financiación), operaciones financieras y especulativas», indica PRIETO PÉREZ, E., *La Era de las Finanzas. Mercados Financieros y Globalización*, Real Academia de Doctores, Madrid, 2002, pp. 12-13.

(6) Indica SOROS, G., *La crisis del capitalismo global* (traducción Chueca, F.), editorial Debate, Madrid, 1999, pp. 139-140, que «la verdadera aparición del sistema capitalista global llegó en la década de los 70: los países productores de petróleo se unieron en la Unión de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y elevaron el precio del crudo (…). Los exportadores de petróleo disfrutaron de súbitos y cuantiosos superávits mientras que los países importadores tenían que financiar grandes déficits (…). Se inventaron los eurodólares y se desarrollaron grandes mercados extraterritoriales (…). El auge internacional del préstamo terminó en una recesión en 1982, pero para entonces la libertad de circulación del capital financiero se había consolidado. El desarrollo de los mercados financieros internacionales recibió un gran impulso hacia 1980 (…). A partir de 1983, la economía global ha disfrutado de un largo período de expansión prácticamente ininterrumpida. 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»; «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 en distintas acepciones», indica LÓPEZ CACHERO, M., en su Contestación al discurso «La Era de las Finanzas. Mercados Financieros y Globalización», pronunciado por PRIETO PÉREZ, E., en la toma de posesión como Académico de Número el día 22 de febrero de 2002, Real Academia de Doctores, Madrid, 2002, pp. 58-59; Según BAREA, J., «La sanidad en un entorno competitivo», *La Razón*, del 25 de abril de 2007, p. 32, «en un mundo globalizado como el que ya estamos viviendo, las barreras comerciales que todavía subsisten irán desapareciendo. Siete grandes áreas económicas quedarán en el futuro: Estados Unidos de América, Unión Europea, China, Japón, India y Rusia y América del Sur. La competencia será muy fuerte»; La importancia y actualidad de la «globalización» ha determinado que mediante el Reglamento (CE) núm. 1927/2006 de 20 de diciembre, se haya creado un Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización; *Vid.* FRIEDMAN, T., *La tierra es plana*, MR Ediciones, Madrid, 2006.

(7) Indica EICHENGREEN, B, «Qué hacer con las crisis financieras», *Breviarios del Fondo de Cultura Económica*, México, 2009, p. 159, que «el punto clave es que los mercados no pueden funcionar sin apoyo institucional».

preciado las advertencias de HYMAN MINSKY (los mercados financieros son intrínsecamente inestables), al extremo de utilizarse con asiduidad, de entre los posibles modelos de financiación de las inversiones, el modelo Ponzi, frente a las financiaciones regulares y las financiaciones especulativas[8].

Los procesos privatizadores están naturalmente asociados a los «sistemas de economía de mercado» (nueva fase del capitalismo), cuya vigencia generalizada y mundial se fundamenta en ser consustanciales con la «democracia», único sistema político que se admite como legítimo. Aquellos procesos constituyen fenómenos ajustados a las ideologías subyacentes, conducentes a la minimización de la intervención del Estado en la economía, cuyas funciones sin embargo ya no se pretenden limitar exclusivamente a las legislativas o normativas, de vigilancia y control, proscribiéndose asimismo los mercados monopolizados (como repuesta a la cuestión de «qué hace el sector público y qué debería hacer»[9]) por contrarios a la competencia real y efectiva.

Por ello la privatización de empresas públicas se viene «aplicando de forma generalizada en todo el mundo en los últimos quince años, aunque las condiciones económicas, sociales y políticas de los países privatizadores no (hayan sido) comparables, ni por tanto, tampoco los motivos y objetivos que las (impulsaron)»[10]. Mediante aquel proceso se han buscado y se continúan persiguiendo objetivos financieros y económicos[11], que se manifiestan con especial evidencia e intensidad, en momentos, como los actuales, de crisis económica global y generalizada[12].

---

(8) Sobre los distintos modelos de financiación, y especialmente sobre las financiaciones Ponzi y el «momento Minsky» en relación con la crisis financiara mundial actual, PIPER, N., *op. cit.* (*La Gran Recesión*), pp. 45-47; Acerca del papel desempeñado por los *hedge funds* en la crisis actual KURGMAN, P., «El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual» (segunda edición), Crítica, Barcelona, 2009, pp. 123-128.

(9) BUSTOS GISBERT, A., *Lecciones de Hacienda Pública*, editorial Colex, Madrid, 2007, 4.ª edición, p. 69, en p. 90, donde dice lo siguiente: «En la medida en que el análisis (positivo) de la realidad económica pone de manifiesto deficiencias en los resultados obtenidos, se defiende la intervención pública para corregirlas; mientras que cuando se considera que el mercado puede resolver adecuadamente los problemas, se estima que el Estado debe tener una función residual, que se limitaría a establecer las condiciones necesarias para el libre juego de la acción individual», *vid.* también pp. 289 ss.

(10) GARCÍA RUIZ, E., «*La nueva sociedad anónima pública*», Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006, p. 75.

(11) Indica GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 78, que «los procesos de privatización no son otra cosa que la búsqueda de un magnamenent eficiente para las mismas (empresas privatizadas) que cambie los esquemas organizativos y las estructuras de propiedad, a fin de mejorar la eficiencia en la gestión y en la producción, de reducir el déficit público y reforzar los mercados de valores promoviendo una participación accionarial más amplia. Definitivamente las empresas públicas dejan de ser instrumentos de las políticas de bienestar de los Estados, y se ven en términos puramente empresariales, bajo esquemas organizativos privados y por tanto mercantiles», si bien, apostilla en p. 79 que «la tríada desregulación-liberalización-privatización que se ha materializado en la práctica de la política económica, no significa, en teoría, que se tenga necesariamente que culminar con la transferencia al sector privado de empresas públicas como condicionante para alcanzar la libre competencia y la eficiencia de los mercados»; Precisa BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, «Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro», *RDM*, núm. 259, enero-marzo 2006, p. 16, que «el objetivo más generalmente perseguido con la privatización (ha) sido el de la reducción de gastos originados por pérdidas de empresas públicas deficitarias, y la realización de ingresos para la Hacienda Pública, buscando obtener una liquidez inmediata mediante la venta de activos patrimoniales públicos»; «Italia estudia recurrir a privatizaciones para sanear las cuentas del Estado», se indica en *El Economista* del 14 de julio de 2011, p. 24.

(12) «Merkel pedirá hoy a Rajoy que (…) privatice», indica *El Economista* del 26 de enero de 2012, p. 23, añadiendo que la mandataria alemana «defiende la necesidad de que se acometan "más privatizaciones", lo que supone

En las políticas privatizadoras han tenido influencia decisiva tanto los cambios socio-políticos contemporáneos[13] como las demandas regulatorias y desreguladoras[14] del modelo «de mercado» actual[15], con manifestaciones en los textos constitucionales (Constitución económica). Produciéndose con especial intensidad, por precisos motivos histórico-políticos, en los Estados miembros de la Unión Europea[16]. De tal manera que «el mercado ocupa ahora un espacio casi hegemónico en la vida personal, social, moral y política de nuestras sociedades»[17], con imputaciones de ineficiencia económica[18] y generación de conflictos de intereses a las empresas públicas[19].

"soltar frenos al crecimiento"»; En el punto 2 del documento final de la reunión del G-20, celebrada en Londres el 2 de abril de 2009, se afirmaba que «nos encontramos ante el mayor reto para la economía mundial de la era contemporánea: una crisis (…) que afecta a la vida de las mujeres, hombres y niños de todos los países y todos los países deben aunar esfuerzos para resolverla. Una crisis global exige una solución global»; «El FMI aventura dos años de recesión en España, con caída del 1,7% en 2012», indica *El Economista* del 20 de enero de 2012, p. 23.

(13) GARCÍA RUIZ, E. *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 75, considera que «las causas de política jurídica para privatizar hay que buscarlas en la crisis del modelo occidental del "estado de bienestar". El descontento con el modelo tradicional de bienestar público surgió tras los cambios sociales, económicos y políticos sobrevenidos en la década de los setenta, cuando se produce un desajuste social debido a que los sistemas sociales de bienestar tienen que afrontar nuevas exigencias derivadas de los cambios demográficos, los nuevos modelos de vida familiar y las nuevas pautas laborales, que suponen un aumento del gasto en servicios de bienestar y producen un aumento real de los niveles impositivos, lo que somete a tensiones adicionales el compromiso de estos programas»; Indica BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 15, que «el proceso de privatizaciones se ha sostenido también por valoraciones de orden político e ideológico ya que revisa el papel del Estado en la actividad económica (…). En ese orden de ideas otro objetivo de la privatización ha sido el promover una participación accionarial más amplia aumentando el número de acciones del público, en unos casos como medio de ampliar y expandir los mercados de capitales, y en otros casos por motivaciones políticas como p. ej., la democratización de la propiedad —el llamado capitalismo popular— o electoralismo».

(14) Según la STSJ de Navarra, Sala de lo Social, de 30 de septiembre de 2005, los posibles conflictos industriales no se resuelven mediante fórmulas «puramente desreguladoras en el terreno laboral, en las que desaparezcan las garantías legales de la posición individual de los trabajadores, o las facultades colectivas».

(15) «Estoy convencido que el sistema de economía de mercado es, como cualquier otra organización humana, intrínsecamente defectuoso», afirma SOROS, G., *op. cit.* (*La crisis del capitalismo global*), p. 61; «Los grandes ilusionistas del Estado-mercado promueven una cultura colmada de mitología», afirma NAPOLEONI, L., «Economía canalla», Paidós, Barcelona, 2008, p. 204, indicando, en p. 162, que «el desmantelamiento del comunismo dio el pistoletazo de salida a la transición desde el Estado-nación al Estado-mercado», y en p. 184 que «el genocidio político, la esclavitud y la explotación han acompañado a menudo las grandes transformaciones del pasado (…) la Revolución Industrial tuvo sus cimientos en una burda explotación laboral y contaminó todo el planeta. Sin embargo el crecimiento económico, al final y siempre, sale con la suya y trae consigo progreso y modernización para los supervivientes. Si la historia tiene que servirnos de guía, esta vez la economía canalla podrá rediseñar literalmente nuestro mapa del mundo y conducirnos a una civilización nueva. Pero antes de alcanzar ese objetivo, el mundo debe, otra vez, pasar por el caos bíblico, la anarquía, las mareas y la hambruna. Tiene que completar la larga marcha del desierto político de Hannah Arendt y derrotar finalmente a la última ilusión: la política moderna».

(16) Ejemplificados en «la caída del Muro de Berlín», iniciada en la noche del 9 de noviembre de 1989, el «día del cambio» («die Wende»).

(17) GARAY, J. de, *Filosofía del mercado*, Plaza y Valdés, Madrid, 2008, pp. 12-13.

(18) Como indicó ABRIL, L., en el seminario «Otro mundo es posible: el Liberalismo», en los cursos de verano de la Universidad Complutense en el Escorial, recogidas en *Expansión*, del 20 de julio de 2007, «las empresas cuyo capital está, total o parcialmente, en manos de los Estados son menos eficientes que aquellas cuya estructura de la propiedad reside estrictamente en el sector privado. Aunque es cierto que, en ocasiones, una inversión pública en una determinada materia puede ser necesaria para lograr subsanar un problema determinado, el mercado suele castigar a las compañías que dependen de los gobiernos».

(19) «Está justificado que tanto la Comisión como el Tribunal de Justicia hayan mantenido siempre con firmeza una clara distinción entre el ejercicio por el Estado de su poder público y su papel como inversor, (…), incluso cuando

No obstante, los procesos privatizadores pueden llegar a resultados paradójicos en la medida en que el Estado se reserve, directa o indirectamente, «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares». Pudiendo afirmarse el contrasentido que supone, en sede de sistemas de economía de mercado, el que, por una parte, mediante los procesos privatizadores[20] el Estado pierda el control de las sociedades privatizadas, y por otra parte, a causa del mantenimiento de aquellas «acciones privilegiadas», «golden shares» o «acciones de oro» por el Estado, directa o indirectamente, en las empresas privatizadas, esas mismas operaciones de privatización queden fuera del «mercado de control».

La circunstancia de que las privatizaciones se refieran a empresas públicas determinadas[21] (respecto de las que no se quiere perder el control público), establece, aparentemente y en principio, una sustancial diferencia con los procesos liberalizadores o desreguladores de los mercados[22], porque éstos no se refieren a empresas concretas. No obstante

---

la medida adoptada en virtud de potestades públicas tenga un efecto muy semejante al que habría producido otra que quizá pudiera haber adoptado el Estado en su condición de inversor (…), el principio de que las actuaciones del Estado como accionista deben mantenerse estrictamente separadas de las que el Estado lleva a cabo como poder público es en esencia la misma idea fundamental que ha llevado al Tribunal de Justicia a considerar que el hecho de que una empresa en situación dominante hubiera actuado a la vez como titular de derechos especiales y como operador económico creaba un riesgo de conflicto de intereses (…). Un sistema de competencia no falseada (…) tan sólo será posible si se garantiza la igualdad de oportunidades entre los diferentes agentes económicos», indica el Abogado General MAZÁK, J., en sus conclusiones 91 y 134 de las presentadas 20 de octubre de 2011, en el asunto C-124/10 P, Comisión contra EDF, e. a.; «Es preciso establecer una distinción entre las obligaciones que el Estado debe asumir en su condición de empresa que desarrolla una actividad económica y las obligaciones que pueden corresponderle como poder público, (…) si bien en el supuesto de que el Estado actúe en su condición de empresa que opera como un inversor privado resulta necesario analizar su comportamiento con arreglo al principio del inversor privado en una economía de mercado, procede excluir la aplicación de dicho principio en el supuesto de que actúe como poder público. En efecto, en este último supuesto nunca existe la posibilidad de comparar el comportamiento del Estado con el de una empresa o un inversor privado en una economía de mercado», indica la sentencia del Tribunal de Primera Instancia (Sala Octava ampliada), de 17 de diciembre de 2008, asunto T-196/04, Ryanair Ltd contra Comisión de las Comunidades Europeas apoyada por Association of European Airlines (AEA).

(20) GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas (según la Ley de 17 de julio de 1951)*, Publicaciones del Seminario de la Facultad de Derecho, Valladolid 1952, p. 12, destaca, respecto de la sociedad anónima y sus precedentes, que con el liberalismo político y económico «el aspecto iuspublicista del período anterior cambia radicalmente».

(21) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 79, indica que «las políticas de privatización como instrumentos del nuevo orden económico exigen distinguir y delimitar, de una parte, los conceptos de liberalización y desregulación de los mercados, y de otra, la privatización de la actividad empresarial pública bajo formas empresariales jurídico-privadas. No parece, por tanto, acertado considerar a la desregulación dentro de las técnicas de privatización, ya que aquella tiene como finalidad liberalizar el mercado y se refiere a sectores económicos en general y no a una empresa pública o actividad empresarial determinada, que, en definitiva, es lo que se transfiere al sector privado mediante técnicas jurídico-mercantiles. Es decir, al sector privado no se transmiten sectores económicos que es lo desregulado, lo que se transmite, son empresas o actividades de participación pública».

(22) Otro fenómeno que no se identifica con la privatización de la empresa pública es el de los monopolios de carácter comercial, respecto de los cuales la necesidad de hacerlos compatibles con las libertades proclamadas en el TFUE también ha sido puesto de manifiesto por la jurisprudencia comunitaria. Según indica la STJCE de 31 de mayo de 2005, asunto C-438/02, Krister Hanner, «es jurisprudencia reiterada que el artículo (37 TFUE, apartado 1), si bien no exige la supresión total de los monopolios nacionales de carácter comercial, prescribe su adecuación (…). En efecto, el artículo (37 TFUE, apartado 1), tiene por objeto conciliar la posibilidad de que los Estados miembros mantengan determinados monopolios de carácter comercial, como instrumentos para el logro de objetivos de interés público, con las exigencias del establecimiento y del funcionamiento del mercado común. Pretende suprimir los obstáculos a la libre circulación de mercancías, con excepción, no obstante, de los efectos restrictivos sobre los intercambios que son inherentes a la existencia de los monopolios de que se trata», indicando el Abogado General Sr. Philippe Léger, en la con-

semejante diferenciación no resiste un análisis riguroso porque mediante las «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden chares», privatizaciones y liberalizaciones o desregulaciones se manifiestan coimplicantes[23], resultando unas y otras seriamente desvirtuadas y, a la postre, el propio sistema de economía de mercado[24]. Esto es, «cuando un Estado decide liberalizar un determinado sector del mercado, debe actuar de forma coherente con esa decisión. Esta exigencia de coherencia se deriva de la necesidad de garantizar que el Estado actúe de conformidad, bien con los métodos del mercado, bien con los métodos políticos»[25], lo que no ocurre cuando el Estado mantiene, directa o indirectamente, «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» en empresas relevantes del sector pretendidamente liberalizado.

El mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» por el Estado, directa o indirectamente, presupone la existencia de una empresa[26] pública que se privatiza. El concepto de empresa pública[27] se basa en la conjunción de tres

---

clusión 34 de su escrito de conclusiones, presentado el 24 de mayo de 2002, en el asunto resuelto por aquella sentencia del Tribunal de Justicia, que «el carácter "nacional" del monopolio exige que la entidad en cuestión tenga un vínculo especial con el Estado. Puede tratarse de una parte de la administración, de una empresa pública o de una empresa privada concesionaria de derechos exclusivos o especiales. Lo esencial es que el Estado pueda ejercer una influencia decisiva sobre el comportamiento de la entidad de que se trate. Adicionalmente, el carácter "nacional" del monopolio requiere que el origen del mismo sea un acto de los poderes públicos y que su exclusividad esté jurídicamente garantizada. Este último requisito excluye los monopolios puramente económicos, que están sujetos a las normas de competencia».

(23) Indica el diario *El Economista* del 20 de enero de 2012, p. 28: «Italia lo liberaliza todo, como último recurso para sacudir su economía», aludiendo, en pp. 28-29, a la privatización de compañías que pertenecen a gobiernos regionales y ayuntamientos.

(24) «Libertad de empresa "vs" igualdad entre accionistas», titula Expansión.com, Portada>Opinión>La llave Online, del 16 de febrero de 2012, un artículo de opinión, que indica «publicado el 09-06-2010, por Sergio Saiz».

(25) Precisa el abogado General, Sr. M. Poiares Maduro, en su conclusión 28 de las presentadas el 6 de abril de 2006 asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de los Países Bajos, resuelto por STJUE de 28 de septiembre de 2006.

(26) Sobre la delimitación y el concepto de empresa, así como sobre el cambio de paradigma empresarial, OLCENSE SANTOJA, A., *El capitalismo humanista*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2009, especialmente pp. 30-36; Acerca del concepto de empresa en el Derecho Mercantil, GIRÓN TENA, J., *Apuntes de Derecho Mercantil*, T. *La Empresa,* Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1983-1984, pp. 48-49 y 57-59; GONDRA, J.M., *Derecho Mercantil*, Vol. I, Servicio de Publicaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1992, pp. 126-142; SUÁREZ-LLANOS, L., *Introducción al Derecho Mercantil*, Civitas, Madrid, 1998, pp. 138-148; SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. I, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2011, pp. 99-110; Sobre concepto de empresa en el ámbito del Derecho laboral, ALONSO OLEA, M., *Introducción al Derecho del Trabajo* (sexta edición), Civitas, Madrid, 2002, alude, en pp. 524-526, a «una asociación de dominación» o «estructura autoritaria»; ALONSO OLEA, M. y CASAS BAAMONDE, M.ª E., *Derecho del Trabajo* (vigésima sexta edición), Civitas-Thomson, Madrid, 2009, pp. 282-286; MARTÍN VALVERDE, A, RODRÍGUEZ-SAÑUDO GUTIÉRREZ, F., y GARCÍA MURCIA, J., *Derecho del Trabajo*, Tecnos, Madrid, 2009, pp. 222-223; Precisa la STSJ de Extremadura de 28 de mayo de 1998, que «la realidad económica de la empresa al entrar en el mundo jurídico, da lugar a que en cada rama del derecho presente ciertas diferencias de acento o enfoque, sin perjuicio de mantener un núcleo esencial de identidad. Y así, mientras en el Derecho Mercantil se centra o fija sobre todo en la finalidad lucrativa o de obtención de ganancia que la empresa persigue, en cambio en el Derecho de Trabajo lo que interesa es la condición de empleadora que la misma tiene».

(27) Nuestro ordenamiento ofrece un concepto de empresa pública coherente con la noción comunitaria, superando la caótica situación precedente; Un estudio completo puede verse en GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), pp. 30-74, especialmente p. 47; Según el artículo 2 de la Ley 4/2007, de 3 de abril, se considera empresa pública «cualquier empresa en la que los poderes públicos puedan ejercer, directa o indirectamente una influencia dominante en razón de la propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen». Repitiendo

elementos consistentes en «la diversificación de fórmulas organizativas utilizadas por la Administración, la prestación de bienes y servicios para el mercado y el control que ésta pueda ejercer sobre las mismas»[28]. Fundadas opiniones afirman que «la distinción entre empresas públicas y privadas, no puede reposar en la mera composición del accionariado, sino que depende de la posibilidad que tenga el Estado de imponer determinados objetivos de política económica, distintos de la búsqueda del máximo beneficio que caracteriza a la actividad privada»[29].

La detentación, directa o indirecta, por el Estado de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», en la empresa que ha sido privatizada, diluye y mixtifica la distinción entre «empresa pública» y «empresa privada», puesto que si la empresa pública se caracteriza por que el Estado u otros entes públicos, inmediata o mediatamente, pueden ejercer una «influencia dominante sobre la misma, por el sistema que fuera». Esto es, por la propiedad de la participación financiera o de las normas que la rigen. Las «acciones privilegiadas» establecen a favor del Estado o entidad pública semejante «influencia dominante», con el resultado contradictorio de una «empresa pública» que habiendo sido «privatizada», no llega a ser una «empresa privada», porque continúa satisfaciendo y cumpliendo los parámetros característicos de la «empresa pública»[30].

La jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha sido mayoritariamente contraria al mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «gol-

---

la definición contenida en el artículo 2.b) de la Directiva 2006/111, de la Comisión, de 16 de noviembre de 2006, a cuyo contenido adapta nuestro ordenamiento. Según aquel precepto del Derecho de la Unión, empresa pública es «cualquier empresa en la que los poderes públicos puedan ejercer, directa o indirectamente, una influencia dominante en razón de la propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen». Noción que es válida al tenor de aquella Ley 4/2007, tanto en el ámbito de la Administración General del Estado como en el ámbito autonómico y local. «En especial», dice la Ley, «se considerarán empresas públicas las entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 166 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas»; Por Real Decreto 1759/2007, de 28 de diciembre, se regulan los modelos y el procedimiento de remisión de la información que deben presentar las empresas públicas y determinadas empresas en virtud de lo establecido en la Ley 4/2007, de 3 de abril, de transparencia de las relaciones financieras entre las Administraciones públicas y las empresas públicas, y de transparencia financiera de determinadas empresas; *Vid.* GIRÓN TENA, J., *op. cit.* (*Apuntes de Derecho Mercantil*), pp. 59-63; También del mismo autor *Derecho de Sociedades*, Madrid, 1976, pp. 117-119.

(28) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 62.

(29) Conclusión 55 de las presentadas por el Abogado General, Sr. Ruiz-Jarabo Colomer, D., el 3 de julio de 2001, en los asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 conjuntamente, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Portuguesa, República Francesa y Reino de Bélgica, resueltos en SSTJUE de 4 de junio de 2002.

(30) *Vid.* GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), nota 166, así como pp. 97-100, en las que describe cómo a consecuencia del sistema instaurado por la Ley 5/19995 se produjo «la coexistencia de tantos regímenes jurídicos como grupos de SAP hay»; Indica BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), pp. 50-51, que «la acción de oro está presidida por el interés público a la continuidad/calidad del servicio público prestado y, por consiguiente, por el interés supraindividual y colectivo del usuario. Además si a primera vista la acción de oro parece obstaculizar la concurrencia, su correcto ejercicio puede impedir que la privatización de un monopolio natural se reduzca a una simple transferencia de controles desde el sector público a un monopolio privado, protegiendo así el interés público a la libertad de los mercados y a la pluralidad de los actores económicos, o bien el interés a la realización de la liberalización de los mercados «protegidos», que beneficia la calidad y la economicidad de las prestaciones ofrecidas. Cuando la empresa privatizada presta servicios esenciales, se garantiza a los poderes públicos una capacidad de intervención en la vida de la entidad para evitar la aplicación de criterios de gestión guiados exclusivamente por la maximización del beneficio económico pueda tener alguna contraindicación para los intereses de todos los ciudadanos».

den shares» por el Estado, directa o indirectamente, en empresas privatizadas. Afirmación formalmente cierta pero que ha de acogerse *cum granum salis*. Si se analiza detenidamente aquella jurisprudencia puede observarse un discurso que no rechaza, en todo caso y circunstancias, el mantenimiento, directa o indirectamente, por el Estado de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», en empresas privatizadas.

Justificó el mantenimiento por el Estado de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» en empresas privatizadas la primera sentencia de aquel Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de fecha 4 de junio de 2002[31]. Fue en su jurisprudencia posterior en la que, en un aparente giro copernicano, se mostró contrario a semejante posibilidad, proscribiendo tanto su detentación directa como indirecta. Pero siempre dejó la puerta abierta a semejante titularidad estatal, conforme al propio Derecho de la Unión Europea. Los últimos acontecimientos que han movido al mundo (terrorismo global y crisis económica y financiera universalizada) han propiciado una relativa reconducción de aquella doctrina del Tribunal de Justicia, en una fenomenología que se asemeja a un «bucle jurisprudencial».

II. NOCIÓN DE «ACCIONES PRIVILEGIADAS MANTENIDAS, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, POR EL ESTADO EN EMPRESAS PRIVATIZADAS». EL MACROCONCEPTO (SHELTER CONCEPT) «ACCIÓN DE ORO» O «GOLDEN SHARE»

Las sociedades por acciones (sociedades anónimas) constituyen un rasgo definidor del capitalismo moderno[32]. Se considera generalmente que existen «dos modelos de entender la configuración de las clases de acciones, por un lado el «sistema abierto», propio de los ordenamientos jurídicos anglosajones y, por otro lado, el «sistema cerrado» característico de los ordenamientos continentales»[33]. Semejante diferenciación no supone la existencia de un panorama divisionario estático, pudiendo constatarse un desplazamiento de los «sistemas cerrados» a «sistemas abiertos». Son principalmente exigencias financieras de la actividad empresarial o de mantenimiento del equilibrio de poder societario las que imponen semejante desarrollo[34].

---

(31) Asunto C-503/99, Comisión Europea contra el Reino de Bélgica.

(32) *Vid.* GIRÓN TENA, J., *op. cit.* [*Derecho de Sociedades Anónimas (según la Ley de 17 de julio de 1951)*]; Indica SÁNCHEZ CALERO, F., «La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades», *RAJL*, Madrid, 2001, p. 57, que la «calificación de la sociedad anónima como la "gran máquina del siglo XIX", que utilizó la exposición de motivos del Decreto de 1868 (…), se reiteraría y la haría famosa Ripert ochenta años después denominándola como "máquina jurídica", tras considerarla como un maravilloso instrumento creado "por el capitalismo moderno para recolectar el ahorro con el fin de la fundación y la explotación de las empresas". Expansión de la sociedad anónima que se ha visto confirmada posteriormente cuando, tras su desarrollo constante, se consolida como titular de la gran empresa, tanto cuando aparece de forma aislada, como cuando de manera más frecuente forma parte de un grupo de sociedades que potencia su presencia como motor de la actividad económica y asume su papel de "operadora" económica protagonista del mercado».

(33) PEÑAS MOYANO, B., *Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense*, RdS-Monografías/Revista de Derecho de Sociedades, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2008, p. 31.

(34) *Vid*. PEÑAS MOYANO, B., *op. cit.* (*Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense*), pp. 74-78.

Nuestro ordenamiento «consiente la creación de clases de acciones, constituyendo una misma clase de acciones las que tengan el mismo contenido de derechos (…), lo que permite distinguir entre acciones ordinarias y privilegiadas»[35]. En términos generales puede afirmarse que la existencia de acciones privilegiadas frente a las acciones ordinarias rompe con la tradicional idea de que las acciones de una sociedad atribuyen a sus titulares los mismos derechos. Aquella concepción hace equivalentes «acciones privilegiadas» y «acciones preferentes»[36]. Pero semejante equivalencia puede matizarse si se reserva la adjetivación «privilegiadas» únicamente para aquellas acciones que conllevan la ruptura radical y básica del principio de igualdad de los accionistas, produciéndose una alteración fundamental de la relación de proporcionalidad entre el valor (nominal) de la acción y el derecho de voto[37], o una atribución a su tenedor de derechos o facultades exorbitantes.

Las atribución de «acciones privilegiadas», de «acciones de oro» o «golden shares» al Estado, directa o indirectamente, en empresas privatizadas, supone concesión de privilegios *ad personam*, conllevando además el «riesgo de contaminación política»[38]. Aquellos privilegios pueden ser, y han sido, muy variados, sin que quepa admitir «ideas reduccionistas de lo que deba entenderse por tales derechos»[39], habiendo sido típica la utilización de alguno de los siguientes mecanismos: a) «Necesidad de autorización administrativa, previa o posterior, para que se puedan efectuar determinadas modificaciones en la composición del capital social de la empresa privatizada, con el fin de controlar esa estructura accionarial y la sociedad»[40]; b) «Necesidad de autorización administrativa, previa o posterior,

---

(35) SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. II (34.ª edición), Thomson Reuters-Aranzadi, Navarra, 2011, pp. 444-445; *Vid.* AGUILERA RAMOS, A., «Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. II (*Capital y Acciones*), Vol. I, Civitas, Madrid, 1994, pp. 158-161.

(36) *Vid.* PEÑAS MOYANO, B., *op. cit.* (*Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense*), p. 43.

(37) El Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de las sociedades de capital, establece en sus artículos 94 y 96 lo siguiente: «Artículo 94. Diversidad de derechos.—1. Las participaciones sociales y las acciones atribuyen a los socios los mismos derechos, con las excepciones establecidas al amparo de la ley. Las participaciones sociales y las acciones pueden otorgar derechos diferentes. Las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase. Cuando dentro de una clase se constituyan varias series, todas las que integren una serie deberán tener igual valor nominal. 2. Para la creación de participaciones sociales y la emisión de acciones que confieran algún privilegio frente a las ordinarias, habrán de observarse las formalidades prescritas para la modificación de estatutos». «Artículo 96. Prohibiciones en materia de privilegio.—(…). 2. No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia. 3. No podrán crearse participaciones sociales que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de preferencia».

(38) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 53.

(39) Afirma el Abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la conclusión 44 de las presentadas el 13 de febrero de 2007, en el asunto C-112/05, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania (que bien pudiera conocerse como el asunto «Ley Volkswagen»), resuelto por STJUE de 23 de octubre de 2007.

(40) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., ««La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas»», *RDBB*, núm. 97, enero-marzo 2005, p. 108; Así, el art. 58.1 de la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, estableció que el Consejo de Ministros en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de aquella Ley debía proceder a la «constitución de una sociedad de las previstas en el artículo 6.1.a LGP, y en la disposición adicional duodécima de la LOyFAGE con la denominación de Sociedad Estatal Correos y Telégrafos, Sociedad Anónima, cuyo capital social pertenecerá íntegramente a la Administración del Estado», y en su segundo apartado que «cualquier acto de disposición

para que se puedan llevar a cabo ciertas decisiones de gestión de la empresa, tales como el cambio de objeto social, escisión, disolución, transmisión de determinados activos, etc.»[41]; c) Atribución al Estado de derechos políticos especiales o exorbitantes (…) como socio, cuando continúa participando en el capital de la sociedad»[42].

Aquellos privilegios pueden resultar tan extravagantes que lleguen a producir efectos perversos, contraponiéndose tanto a los intereses nacionales estratégicos a proteger[43] como al «interés público a la continuidad/calidad del servicio prestado»[44], que constituyen su razón existencial, provocando graves interferencias en el correcto funcionamiento de los mercados (especialmente de valores y otros instrumentos financieros[45]), con grave daño para los intereses generales. Se trata de una «forma de intervención», que, «en contraste con las formas clásicas de intervención estatal, como la regulación o la propiedad estatal, constituye un intento de mantener un cierto control por parte del Estado sobre un sector económico privatizado»[46], pudiéndose aludir al macroconcepto (*shelter concept*) «acción de oro» o «golden share» [47], en el que se diferencia entre una noción amplia o impropia y otra estricta (*strictu sensu*) o propia.

---

sobre el capital social o de adquisición, directa o indirecta, de participaciones sociales de la sociedad por personas o entidades ajenas a la Administración del Estado exigirá autorización a través de norma con rango de ley».

(41) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.* («La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas»), p. 108.

(42) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.* («La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas»), p. 108.

(43) La «configuración, técnico-jurídica de estas prerrogativas difiere en los distintos ordenamientos, pero, sustancialmente en todos los casos se advierte un choque o al menos la aparente contradicción en que se encuentran estos mecanismos, que permiten una injerencia estatal en la vida de la sociedad o en la voluntad de los interesados, con la filosofía de la privatización, ya que la privatización no supone sino la aplicación a los servicios públicos de los principios jurídicos del mercado, es decir un cambio de técnica para prestarlos», indica BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), pp. 11-12; A intereses estratégicos aludía SOLBES, P., que fue Ministro de Economía y Hacienda entre 1993 y 1996 y Vicepresidente Segundo del Gobierno de 2004 a 2009, cuando se refería a «garantizar el abastecimiento energético en España» mediante extraordinarias prerrogativas atribuidas al Estado en relación con el tema ENDESA, según declaraciones recogidas en diario económico *Expansión* de 21 de abril de 2007, p. 5.

(44) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 50.

(45) Siendo así que el buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en esos mercados son cruciales para crecimiento económico, el incremento de la riqueza, la creación de empleo; Indica ENTRENA RUIZ, D., «El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador», Thomson-Civitas, Navarra, 2006, 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».

(46) Precisa el Abogado General Sr. M Poiares Maduro, en la conclusión 26 de las presentadas el 6 de abril de 2006, en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, resueltos por la STJUE de 12 de septiembre de 2006.

(47) Ejemplares al respecto son las SSTJUE de 23 de octubre de 2007, asunto C-112/05, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania (asunto «Ley Volkswagen»), y de 6 de diciembre de 2007, asuntos acumulados C-463/04 y C-464/04, Federconsumatori, y otros contra Comune di Milano; Ha de tenerse en cuenta la observación efectuada por el Abogado General Sr. Poiares Maduro, en la conclusión 26 de las presentadas el 7 de septiembre de 2006, en el segundo de aquellos procedimientos, según la cual: «los Estados no tienen derecho a limitar de manera selectiva el acceso de operadores (al mercado). En caso de privatización de sociedades anteriormente públicas, este requisito es especialmente importante. Si el Estado tuviera derecho a mantener formas especiales de

En su sentido más amplio «golden share» o «acción de oro» puede evocar bien «unos regímenes que someten a autorización o a aprobación administrativas determinadas clases de actuaciones con incidencia en la existencia, el objeto social o la estructura accionarial de empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica», bien «regímenes nacionales que reservan al ejecutivo determinadas prerrogativas de intervención en la estructura accionarial y en la gestión de empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica»(48) o que «están vinculadas a la prestación de servicios públicos»(49).

Incluso no parece ajeno al concepto más amplio la constitución o propiciación de «núcleos estables» o «núcleos duros», «es decir de grupos de accionistas generalmente nacionales —inversores elegidos *intuitu personae*—, a quienes se reservan paquetes accionariales que garantizan el control de la sociedad y que se comprometen a no ceder la participación antes de cierto tiempo y, simultáneamente, dan al gobierno garantías sobre la gestión de la sociedad»(50). De tal manera que «no importa tanto si las prerrogativas exorbitantes se incorporan formalmente a algunas participaciones del capital, sino si se atribuyen de una manera privilegiada hasta el punto de disuadir al inversor, en particular al extranjero»(51).

Aquella amplia conceptualización(52) , únicamente requiere que el Estado, directa o indirectamente, disponga de un conjunto de «facultades especiales, que adoptan diver-

---

control del mercado sobre las sociedades privatizadas podría frustrar fácilmente la aplicación de las normas en materia de libre circulación mediante la concesión de un acceso exclusivamente selectivo y potencialmente discriminatorio a partes sustanciales del mercado nacional».

(48) Indica el Abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la Introducción a sus conclusiones presentadas el 6 de febrero de 2003, conjuntamente para los asuntos C-463/00 y C-98/01, resueltos por SSTJUE de fechas 13 de mayo de 2003. En sentido prácticamente idéntico ya se había pronunciado el mismo Abogado General, en sus conclusiones presentadas el 3 de julio de 2001, apartado Introducción, conjuntamente para los asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99, resueltos por SSTJUE de fechas 4 de junio de 2002; La cuestión de la forma y naturaleza jurídica de la «empresa» no se precisa en la Ley 5/1995, que se refería únicamente a empresa pública, bien que deba considerarse, como precisa GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 99-100, que «esa norma, a pesar de referirse de forma generalizada a la empresa pública, tiene una clara vocación societaria, dada la naturaleza de los actos sometidos a autorización administrativa, introduciendo modificaciones en el régimen general de anónimas que regula los derechos que la acción reconoce a su titular. Sobre todo en orden a la adopción de determinados acuerdos sociales y la transmisión del capital».

(49) Según BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 10, que precisa que la expresión acción de oro «identifica prerrogativas estatales que permiten intervenir en la estructura de empresas que operan en sectores estratégicos o están vinculadas a la prestación de servicios públicos, con independencia del juego de mayorías de capital».

(50) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 41; *Vid.* RUIZ PERIS, I., «Igualdad de trato en el derecho de sociedades», Tirant lo Blanch, Valencia, 2007, pp. 151, y 158-160.

(51) Indica el Abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la conclusión 44 de las presentadas el 13 de febrero de 2007, en el asunto C-112/05, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania (asunto «Ley Volkswagen»), resuelto por STJUE de 23 de octubre de 2007. Según aquel Abogado General «aunque verdaderamente este asunto se halle al margen de las acciones de oro, stricto sensu, pues los derechos especiales no se atribuyen a los títulos en posesión de los entes públicos, tampoco cabe admitir ideas reduccionistas de lo que deba entenderse por tales derechos».

(52) Tachada de inadecuada por BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 10.

sas formas (expedientes de autorización administrativa, acciones privilegiadas, nombramiento de miembros de los órganos sociales) y presentan distintos contenidos (poder de oposición a la entrada en el capital, derechos de intervención en la gestión de los activos)»[53], sin que exija que su atribución esté necesariamente vinculada ni a la condición de accionista del Estado o entidad interpuesta, ni a que esas acciones, en su caso, tengan valor nominal[54]. Se trata de un conjunto de sistemas, técnicas y privilegios que «distorsionan el ordenamiento interno de la sociedad según deriva de la disciplina general de las sociedades»[55], y permiten «mantener bajo control nacional empresas estratégicas o de utilidad pública a pesar de su privatización» [56]. Se definen como una serie de técnicas jurídico-públicas o administrativas de intervención «ajenas al Derecho de sociedades, al resultar de derechos otorgados al poder público incompatibles con el régimen general de sociedades»[57]. Cuando se alude a «acción de oro» o «golden share», en sentido amplio, no resulta imprescindible que el socio público sea accionista, lo cual «es una situación desconocida por la legislación societaria. En estos casos la sociedad deja de cumplir uno de los presupuestos exigidos por la propia Ley, y además la legislación mercantil no parece que prevea esa posibilidad»[58].

Sin embargo la alusión a «acciones privilegiadas» mantenidas por el Estado en empresas privatizadas, así como a «acción(es) de oro» o «golden share(s)», en sentido propio o estricto (*stricto sensu*), exige que el Estado asuma, directa o indirectamente, la condición de accionista, de tal modo que esa titularidad de acciones permita el control societario con laxitud, pero según las diferentes legislaciones societarias. En sentido prístino se alude a «golden share» o «acción de oro» como una acción privilegiada derivada de «transformar mediante una norma incluida en los estatutos —o establecida legal o reglamentariamente— una acción ordinaria de la sociedad que se privatiza en acción especial o *golden share*.

---

(53) Precisa el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en sus conclusiones presentadas el 3 de julio de 2001, apartado Introducción, en los asuntos acumulados C-367/98, C-483/99 y C-503/99, resueltos por SSTJUE de 4 de junio de 2002.

(54) ALEMÁN LAÍN, P., *Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el Derecho norteamericano*, RdS-Monografías-Revista de Derecho de Sociedades, Thomson-Aranzadi, Pamplona 2003, p. 135, indica que «es sabido que en el Derecho español de sociedades anónimas no caben acciones cuyo carácter y contenido de posiciones jurídicas de socio no se determine por referencia a una parte del capital; no caben por tanto acciones sin valor nominal»; En otro sentido GALÁN LÓPEZ, C., «Las "acciones sin mención del valor nominal" y su reconocimiento en el Derecho Europeo de Sociedades», en *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, T. I, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2007, especialmente pp. 629-633.

(55) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 12, que añade: «ya que afectan al núcleo esencial del derecho de propiedad por incidir en los derechos políticos de los accionistas, que no pueden decidir libremente sobre aspectos relevantes de su gestión, y (relativos) a la transmisibilidad de las acciones»; En el mismo sentido GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), pp. 99-100.

(56) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, *op. cit.* («Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro»), p. 11, que precisa: «Limitando las inversiones intracomunitarias a través del veto o la limitación de la presencia de otros accionistas».

(57) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 192, que tacha de «impropias de un sistema económico de mercado», y que han desembocado, a la postre, en la determinación de un conjunto de sociedades de difícil calificación, «ni públicas ni privadas».

(58) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 103.

Esta acción, que tras la privatización queda en manos del Gobierno, lleva aparejados unos derechos especiales que hacen imprescindible el consentimiento de su titular para que la entidad pueda adoptar válidamente determinadas decisiones que se consideran relevantes para los intereses nacionales»(59).

Aquellas «acciones de oro» o «golden shares», y «acciones privilegiadas mantenidas por el Estado en empresas privatizadas», constituyen concepciones formalmente diferentes, pero no sustancialmente, del «shelter concept» (macroconcepto) «acción de oro» o «golden shere». Esto es, «las diferentes formas en que los Estados han caracterizado a la «acción de oro» son meramente nominales, ya que incluso en los Estados que pretenden atribuir a la misma un régimen privado, ésta tiene características que hace pensar que lo que encierra es una potestad administrativa»(60), «un acto de autoridad» (61), o «una potestad administrativa de intervención en la actividad económica»(62). Bien entendido que el aspecto formal en el que se manifiestan no deja de tener consecuencias respecto de la validez y eficacia de las pertinentes decisiones o acuerdos de la empresa privatizada(63), consecuentemente con la circunstancia de que el supuesto concreto se mantenga en el ámbito del Derecho de sociedades o lo exceda y sobrepase.

III. IGUALDAD DE LOS ACCIONISTAS VS. «ACCIONES PRIVILEGIADAS MANTENIDAS, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, POR EL ESTADO EN EMPRESAS PRIVATIZADAS», «ACCIONES DE ORO» O «GOLDEN SHARES»

El principio de «igualdad de trato de los accionistas» no es sino una derivación o manifestación concreta del «principio general de igualdad», clave de bóveda de todo el constitucionalismo moderno y de los ordenamientos jurídicos occidentales, que se incorpora como principal exigencia revolucionaria de «Europa y las Américas» del siglo XVIII (64).

---

(59) CRUZ FERRER, J., *Principios de regulación económica en la Unión Europea*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2002, p. 292; RUIZ PERIS, I., *op. cit.* (*Igualdad de trato en el derecho de sociedades*), p. 150, alude a una «una acción superprivilegiada con derechos especiales, pero habitualmente privada del derecho a voto, conferida al Estado».

(60) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.* («La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas»), p. 110.

(61) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 103

(62) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.* («La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas»), p. 108; Se alude por RUIZ PERIS, I., *op. cit.* (*Igualdad de trato en el derecho de sociedades*), pp. 151-152, a la posibilidad de justificar la posición dominante en la sociedad privatizada por parte del Estado «aplicando el concepto de grupo», lo cual, ciertamente, si bien podría resolver determinados supuestos dejaría otros huérfanos de explicación razonable.

(63) *Vid.* RUIZ PERIS, I., *op. cit.* (*Igualdad de trato en el derecho de sociedades*), pp. 151-152.

(64) Indico en mi trabajo «La igualdad de los accionistas en la sociedades cotizadas (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Cuarta, de 15 de octubre de 2009, asunto C-101/08)», *RDS*, núm. 35, año 2010-2, p. 378; Precisa SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?», *RDS*, núm. 35, año 2010-2, p. 22, que «existe una evidente coincidencia entre el principio de igualdad en el Derecho de sociedades y la formulación de la igualdad como un derecho constitucional (art. 14 CE), lo que explica que, en consecuencia, el estudio del primero de inspire en la construcción del segundo».

1. La igualdad jurídica

La igualdad jurídica[65] ocupa un lugar central en el Derecho, porque «el sentido de justicia tiene un componente congénito y de origen evolutivo»[66] e imperativos de racionalidad obligan a construirlo como una entidad ajustada a las «leyes de la lógica y la razón»[67], y «un predicado relativo que tiene máxima importancia en lógica es la palabra "idéntico" o "igual"»[68]. Esto es, «por su carácter formalmente intelectivo el pensar constituye la razón. Razón es el carácter intelectivo del pensar»[69], y ¡la lógica está en el pensamiento![70]. Además «la lógica es en realidad una "ética del pensamiento"»[71], no una mera «física del pensamiento», pues «no nos dice cómo razonamos, sino cómo debemos razonar»[72].

No obstante aquella imperiosa necesidad, la igualdad jurídica, al haberse centrado en la titularidad y el ejercicio del poder político[73], se ha preñado de ideología, desatendiendo el rigor de su formulación lógica[74], atribuyéndosele preponderantemente significado de «imparcialidad», que únicamente «implica juego limpio, reglas de juego bien definidas e iguales para todos, sin privilegios ni discriminaciones»[75].

---

(65) Bien que no deba confundirse con la idea del Derecho como lo igual, *vid.* HERVADA, J., *Lecciones propedéuticas de filosofía del Derecho* (cuarta edición), Eunsa, Navarra, 2008, pp. 209-224.

(66) MOSTERÍN, J., *La cultura de la libertad*, Espasa, Madrid, 2008, pp. 35-37.

(67) «La filosofía está escrita en el gran libro que está siempre abierto ante nuestros ojos (me refiero al universo) pero que no podemos comprender si no aprendemos en primer lugar su lenguaje y comprendemos los caracteres en los que está escrito. Está escrito en el lenguaje de la matemática», afirmaba GALILEO en la dedicatoria de *El ensayista*, según recoge LIVIO, M., *¿Es Dios un matemático?*, editorial Ariel, Barcelona, 2011, pp. 74-75.

(68) GARCÍA TREVIJANO, C., *El arte de la lógica*, Tecnos, Madrid, 2008, p. 144.

(69) ZUBIRI, X., *Inteligencia y razón*, Alianza Editorial, Madrid, 1983, p. 39, en donde precisa: «pensar y razón son tan solo dos aspectos de una sola actividad, pero como aspectos son formalmente distintos: se piensa según razón, y se intelige en la razón pensante», añadiendo, en p. 107, lo siguiente: «La actividad de inteligir es lo que formalmente llamamos pensar (…) el pensar no es una actividad espontánea, (…) pensar es inteligir la realidad allende el campo, en profundidad, (…) la razón es una intelección determinada por las cosas reales campales, (…) como el momento intelectivo del pensar es la razón, resulta entonces que este modo de inteligir, la razón, es algo impuesto por la realidad misma (…), conocimiento es lo que formalmente constituye la intelección racional (…), lo que se quiere conocer es algo ya campalmente inteligido. Y lo que queremos inteligir es su realidad profunda (…), en el método matemático hay, pues, un doble momento, el momento de la verdad necesaria, y el momento de la aprehensión de realidad, (…) todos los razonamientos penden de algo anterior al razonamiento mismo, penden de la postulación del contenido de realidad. El método es vía en la realidad postulada, una vía orientada según el rigor lógico (…), el objeto del saber es la realidad (que) es una forma de la realidad de lo sentido».

(70) GUEDJ, D., en su obra *El teorema del loro. Novela para aprender matemáticas*, Anagrama, Barcelona, 2000, p. 75, desarrolla el siguiente diálogo:

— «¿Sabe que se ha olvidado de la LÓ-GI-CA? —inquirió Perrette.
— En absoluto —dijo Ruche con aplomo—; no la he olvidado. La lógica forma parte de la filosofía; Aristóteles su fundador, era un filósofo, no un matemático, que yo sepa.
— Si no hay lógica en matemáticas, me pregunto dónde la hay.
— ¡En el pensamiento, Perrette!».

(71) Kwame ANTOHONY APPIAH, *Experimentos de ética*, Katz Editores, Buenos Aires-Madrid, 2010, p. 69.

(72) Kwame ANTOHONY APPIAH, *op. cit.* (*Experimentos de ética*), p. 69.

(73) Una panorámica general puede verse en HERNÁNDEZ GIL, A., *Metodología de la Ciencia del Derecho*, (2.ª edición), Vol. II, Madrid, 1971, pp. 121-196.

(74) Con alguna excepción señera como la «teoría empiriocrítica» debida a LOIS ESTÉVEZ, J., que desarrolla en su obra *Nueva versión sobre el Derecho*, Santiago de Compostela, 1977, especialmente pp. 34-35.

(75) MOSTERÍN, J., *op. cit.* (*La cultura de la libertad*), pp. 35-37.

En todo caso, alejar la elaboración de las normas jurídicas del rigor las leyes de la «lógica y la razón», nucleándolas en torno al mundo de los «valores» (¿de qué valores?) supone afirmar que «el conocimiento jurídico es un conocimiento mágico (en el sentido antropológico de la palabra) en cuanto que está por encima de la realidad y pone a ésta a su servicio sin límites físicos ni metafísicos»[76]. Nuestra jurisprudencia constitucional reconoce la raigambre racional al Derecho, pero la minimiza al indicar que «es imposible construir el Derecho como un sistema lógico puro» [77].

Ha de repararse en que la igualdad(jurídica)/identidad(jurídica)[78], inexorablemente cumple la «ley de indiscernibilidad de los idénticos, según la cual todo lo que se puede predicar de una cosa se puede predicar de lo que se identifique con ella»[79], manifestándose en nuestro ordenamiento jurídico societario[80], tímidamente y transmutada en el «principio de igualdad», mediante el mandato de que «la sociedad deberá dar un trato igual a los socios

---

(76) NIETO GARCÍA, A., «Limitaciones al conocimiento jurídico», Lección jubilar, Servicio de Publicaciones-UCM, Madrid, 2001, p. 67, que añade: «El jurista crea la realidad una realidad específica que llamamos realidad jurídica y en esta operación no tiene límites ni limitaciones (...). No es un azar que los Derechos primitivos estuvieran en manos primero de magos y luego de sacerdotes (ni que ahora los jueces y abogados, y hasta hace poco los profesores, actúen como ropones simbólicos). Los magos, los sacerdotes y los juristas poseen la asombrosa facultad de sacar a los seres humanos de su modesto y cotidiano mundo de la naturaleza y trasladarlos a un mundo mágico donde viven los fantasmas de los conceptos jurídicos que son el objeto del conocimiento jurídico. Con las fórmulas mágicas de la brujería legal los hechiceros de siempre hacen y deshacen relaciones sociales, absuelven y condenan con razones que para los no iniciados resultan incomprensibles y salvan o humillan, según toque, a la justicia».

(77) STC 164/2002, de 17 de septiembre, que reitera en SSTC 186/2002, de 14 de octubre; 224/2003, de 15 de diciembre; 29/2005, de 14 de febrero y 247/2006, de 24 de julio. También se manifiesta el Tribunal Constitucional sobre la dimensión lógica del Derecho y del razonamiento judicial en las SSTC 147/1999, de 4 de agosto; 25/2000, de 31 de enero; 87/2000, de 27 de marzo; 82/2001, de 26 de marzo; 221/2001, de 31 de octubre; 55/2003, de 24 de marzo; 213/2003, de 1 de diciembre; 163/2004, de 4 de octubre; 154/2006, de 22 de mayo; 163/2006, de 22 de mayo; 181/2006, de 19 de julio; 243/2006, de 24 de julio; 248/2006, de 24 de julio; 41/2007, de 26 de febrero; 42/2007, de 26 de febrero; 59/2008, de 14 de mayo, y 128/2010, de 29 de noviembre.

(78) «La identidad es una idea tan simple y fundamental que es muy costosa de explicar de otra manera que recurriendo a sinónimos suyos. Decir que X e Y son idénticos es decir que son la misma cosa. Todo es idéntico a sí mismo, y no lo es respecto de cualquier otra cosa. Pero a pesar de su simplicidad, la identidad invita a la confusión», indica QUINE, W. V., *Los métodos de la lógica*, Ariel, Barcelona, 1981, p. 287; La igualdad (jurídica)/identidad (jurídica), también puede manifestarse mediante el signo igual que se utiliza con seguridad, a partir de la presentación por RECORDE, R., en su obra *The whetstone of writte* en 1557, como «=», y que con anterioridad tuvo otras formas como «||».

(79) GARCÍA TREVIJANO, C., *El arte de la lógica*, Tecnos, Madrid, 2008, p. 144; Sobre lógica clásica de primer orden con identidad *vid.* FALGUERA LÓPEZ, J. L. y MARTÍNEZ VIDAL, C., *Lógica Clásica de Primer Orden. Estrategias de deducción, formalización y evaluación semántica*, Trotta, Madrid, 1999, pp. 377 ss.; Acerca de la «verdad lógica» y las lógicas no clásicas, PEÑA, L., *Introducción a las lógicas no clásicas*, Universidad Autónoma de México, 1993, en el primer aspecto pp. 17-21, y en el segundo la obra en general; En relación con las lógicas deónticas, BULYGIN, E., «Lógica Deóntica», en *Lógica* (Alchourrón, C. E., ed.), Trotta, Madrid, 1995, pp. 129 ss; AUSÍN, T., *Entre lógica y Derecho. Paradojas y conflictos normativos*, Plaza y Valdés Editores, México-Barcelona, 2006; RODRÍGUEZ, J.L., *Lógica de los sistemas jurídicos*, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, 2002; ALCHOURRÓN, C.E., «Fundamentos filosóficos de la lógica deóntica y la lógica de los condicionales derrotables», en *Fundamentos para una teoría general de los deberes*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2010, pp. 77 ss.; MENDICA, D., *Compendio de una teoría analítica del Derecho. Alchourron y Bulygin en sus textos*, Marcial Pons, Madrid, Barcelona, Buenos Aires, 2011, pp. 61 ss.

(80) En otro sentido indica RUIZ PERIS, I., *op. cit.* (*Igualdad de trato en el derecho de sociedades*), p. 31, que «la igualdad de trato está relacionada con el concepto matemático de equivalencia y no con el de identidad».

que se encuentren en condiciones idénticas»[81], e imponiendo y reflejando «elementos constitutivos de la práctica democrática»[82].

2. La aplicación de la igualdad jurídica en el ámbito societario

De la igualdad lógica, devenida y mudada en el más laxo «principio de igualdad» (jurídica) con la consiguiente pérdida de racionalidad, se infiere el criterio democrático en el gobierno de las sociedades mercantiles[83], cuyo paradigma es la sociedad (anónima)[84] cotizada, en la que sus socios o accionistas «han perdido la *affectio societatis*»[85]. Gobierno democrático que se fundamenta en una «concepción del principio de mayoría propia de la época moderna[86]. La implantación del criterio democrático, presuponiendo, pero

(81) Artículo 97 del Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, y que responde a un «principio general de Derecho de la Unión Europea de igualdad de los accionistas», según afirma la Abogada General, Sra. Verica Trstenjak, en la conclusión 67, y Notas correspondientes, de las presentadas el 30 de junio de 2009, en el asunto C-101/08, resuelto por STJUE de 15 de octubre de 2009; Indica PEÑAS MOYANO, B., *op. cit.* (*Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense*), pp. 65-66, que «en el derecho de sociedades británico (…), en lo que hace al contenido jurídico de las acciones de una concreta *company*, existe la presunción de que todas las acciones confieren a sus titulares los mismos derechos y les imponen idénticas obligaciones», y más adelante, en p. 175, «se presume que todas las acciones en las que se divide el capital de una concreta compañía tienen igual rango y, consecuentemente, disfrutan del mismo contenido jurídico; por ello, los derechos que atribuyen a sus titulares y las obligaciones que les imponen son iguales en naturaleza y extensión», y en p. 281, que «diferentes clases de acciones apelan a diferentes tipos de inversores».

(82) AMARTYA SEN, *La idea de la justicia*, Taurus, Madrid, 2010, p. 367.

(83) *Vid.* RUIZ PERIS, I., *op. cit.* (*Igualdad de trato en el derecho de sociedades*), pp. 221 ss.; Ciertamente «El derecho a la constitución de sociedades esta amparado constitucionalmente», indica J. PRADA GONZÁLEZ, «Influencia del Derecho Público sobre el Derecho de Sociedades», *RDN*, núm. CXXXI, enero-marzo 1986, p. 201, que considera comprendido en el artículo 22 de la Constitución; *Vid.* SSTC 67/1985 de 24 de mayo; 23/1987, de 23 de febrero y 5/1996 de 16 de enero. Constituyendo una posición admitida mayoritariamente por la doctrina, por todos PAZ-ARES, C., «La sociedad en general: Caracterización del contrato de sociedad», en *Curso de Derecho Mercantil*, T. I (segunda edición), Thomson-Civitas, Madrid, 2006, p. 485.

(84) GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil*, T. I-2, Madrid, 1947, pp. 622-624; Del mismo autor *Hacia un nuevo Derecho Mercantil*, Tecnos, Madrid, 1971, p. 28; También del mismo autor, *Curso de Derecho Mercantil* (sexta edición, revisada corregida y puesta al día por A. BERCOVITZ), Madrid, 1972, pp. 359-360; Al «principio de decisión democrática o régimen mayoritario de los órganos sociales» alude GARRIDO DE PALMA, V.M., «Autonomía de la voluntad y principios configuradores. Su problemática en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», en *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, T. II (*Sociedades Mercantiles*), Civitas, Madrid, 1996, p. 1876; SÁNCHEZ CALERO, F., «La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades», Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, pp. 333-334, vincula los mandatos constitucionales de gobierno democrático e igualdad a la «libertad de asociación (artículo 22), bajo la que se ampara la constitución de sociedades».

(85) SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.* (*La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*), p. 33.

(86) SÁNCHEZ LINDE, M., «Reflexiones en torno al principio mayoritario en la Junta de accionistas de la sociedad anónima», *RPD* (CEF), núm. 108, enero 2010, p. 31; El mismo autor en *El principio de mayoría en la adopción de acuerdos de la Junta general de la sociedad anónima*, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2009, en p. 26, indica que «en un nivel general, los legisladores suelen adoptar el sistema de decisión mayoritario para las colectividades en aras de una mayor facilidad u "operatividad" en la adopción de acuerdos, así se espera en la Junta de accionistas una mayor fluidez en las decisiones que la que se podría obtener con un sistema de decisión unánime, de forma que se pasa a considerar la suma matemática de voluntades coincidentes (mayorías en número) como el elemento determinante para decidir la voluntad común», añadiendo, en pp. 38-39, que «el principio de mayoría (…) no se constituye en un instituto

superando, la atribución de facultades electivas y de control, impone «el gobierno por discusión»[87], en el que es sobresaliente el rasgo procedimental que caracteriza a la «democracia deliberativa»[88], afirmando que en el derecho de sociedades «el principio es la igualdad» [89].

2.1. Su impronta constitucional

En nuestro ordenamiento jurídico, y por lo que hace a la igualdad de los accionistas, deben distinguirse dos planos, el constitucional y el de la legalidad ordinaria. Debiendo partirse de la idea de la jurisprudencia constitucional, que no contrapone igualdad formal a igualdad real, sino que se refiere a una y a otra como aspectos teóricos a contemplar desde el mandato constitucional de respeto al principio de general de igualdad. Aquella doctrina constitucional[90] advierte y diferencia en la regulación contenida en el artículo 14 del texto constitucional (CE)[91] una perspectiva positiva y otra negativa, que no se contraponen sino que se complementan, y desde las que ha de contemplarse el mandato de igualdad.

Afirma la jurisprudencia constitucional que el artículo 14 CE «contiene en su primer inciso una cláusula general de igualdad de todos los españoles ante la Ley, habiendo sido

---

jurídico, ni siquiera en un principio jurídico puro, sino que parece ser una técnica legislativa que encuentra aplicación allá donde el legislador lo cree necesario, como es el caso de la sociedad anónima y su órgano soberano la Junta de socios», más adelante, en p. 441, indica que el «fundamento del sistema de votación diseñado en los Estatutos debe ser también el llamado "principio de igualdad de trato" de los socios, según el cual cualquier accionista puede exigir de la sociedad un trato similar»; Según RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente», *RDM*, núm. 24, octubre-diciembre 2009, p. 1481, «el principio de igualdad ha sido históricamente un postulado propugnado en el ámbito de los contratos (…). Para algunos autores el principio de igualdad de trato pertenece al núcleo de valores centrales del sistema societario», concluyendo aquella autora, en p. 1485, que «el principio de igualdad de trato, en el que se basan numerosas normas del régimen societario, sería una proyección del deber de fidelidad que resulta ser la plasmación del deber genérico de ejercitar los contratos de buena fe»; En esa línea se manifiesta VELASCO SAN PEDRO, L., «Acciones propias e igualdad de los accionistas. Cuestiones de Derecho de Sociedades y de Derecho del Mercado de Valores», *RdS*, 1994, 2, p. 15; No se le deben excluir otras fundamentaciones a la igualdad de trato de los socios, que serían, en todo caso, concurrentes, así en la buena fe, *vid.* PAZ-ARES, C, «De la Sociedad», en *Comentario del Código Civil*, T. II, Ministerio de Justicia, 1993, p. 1327.

(87) AMARTYA SEN, *op. cit.* (*La idea de la justicia*), p. 354.

(88) GREPPI, A., *Concepciones de la democracia en el pensamiento político contemporáneo*, TROTTA, Madrid, 2006, p. 45.

(89) AGUILERA RAMOS, A., «Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. II (*Capital y Acciones*), Vol. I, Civitas, Madrid, 1994, p. 156, donde precisa que es «una consecuencia del ideario revolucionario que inspira la codificación francesa, cuando se democratiza la sociedad anónima y se considera que todos los socios tienen un interés cuantitativamente idéntico y tienen los mismos derechos, tanto en lo que se refiere al aspecto patrimonial como político o administrativo»; Por la igualdad, funcionamiento y organización democrática de las sociedades anónimas se pronunció ya GARRIGUES, J., *op. cit., Tratado de Derecho Mercantil*, pp. 622-624; Del mismo autor *op. cit., Hacia un nuevo Derecho Mercantil*, p. 28; También del mismo autor, *op. cit., Curso de Derecho Mercantil*, pp. 359-360; Igualmente del mismo autor *Nuevos hechos, nuevo Derecho de Sociedades Anónimas*, Civitas, Madrid, 1988 (primera edición en 1933), pp. 17-23; GIRÓN TENA, J., *op. cit.* [*Derecho de Sociedades Anónimas (según la Ley de 17 de julio de 1951)*], pp. 25 ss., pone de manifiesto cómo se planteó la cuestión de «si habría de irse a la transformación de su (de la sociedad anónima) carácter democrático».

(90) SSTC 200/2001 de 4 de octubre, 119/2002, de 20 de mayo, y 164/2002, de 17 de septiembre.

(91) SSTC 22/1981, de 2 de julio; 3/1983, de 25 de enero; 6/1984, de 24 de enero; 209/1987, de 22 de diciembre; 209/1988, de 10 de diciembre; 76/1990, de 26 de abril; 20/1991, de 31 de enero; 110/1993, de 25 de marzo; 177/1993, de 31 de mayo; 214/1994, de 14 de julio; 117/1998, de 2 de junio; 46/1999, de 22 de marzo; 200/2001, de 4 de octubre; 200/1999, de 8 de noviembre; 212/2001, de 29 de octubre; 111/2001, de 7 de mayo; 39/2002, de 14 de febrero, y 103/2002, de 6 de mayo de 2002.

configurado este principio general de igualdad (…) como un derecho subjetivo de los ciudadanos a obtener un trato igual, que obliga y limita a los poderes públicos a respetarlo y que exige que los supuestos de hecho iguales sean tratados idénticamente en sus consecuencias jurídicas y que, para introducir diferencias entre ellos, tenga que existir una suficiente justificación de tal diferencia, que aparezca al mismo tiempo como fundada y razonable, de acuerdo con criterios y juicios de valor generalmente aceptados, y cuyas consecuencias no resulten, en todo caso, desproporcionadas»(92). Esto es, «los condicionamientos y límites que, en virtud del principio de igualdad, pesan sobre el legislador se cifran en una triple exigencia, pues las diferenciaciones normativas habrán de mostrar, en primer lugar, un fin discernible y legítimo, tendrán que articularse, además, en términos no inconsistentes con tal finalidad y deberán, por último, no incurrir en desproporciones manifiestas a la hora de atribuir a los diferentes grupos y categorías derechos, obligaciones o cualesquiera otras situaciones jurídicas subjetivas»(93).

Precisa la jurisprudencia constitucional: a) Que aquel precepto constitucional proscribe «las desigualdades que resulten artificiosas o injustificadas por no venir fundadas en criterios objetivos y razonables, según criterios o juicios de valor generalmente aceptados», siendo «necesario, para que sea constitucionalmente lícita la diferencia de trato, que las consecuencias jurídicas que se deriven de tal distinción sean proporcionadas a la finalidad perseguida, de suerte que se eviten resultados excesivamente gravosos o desmedidos» (94); b) Que «el principio de igualdad no implica en todos los casos un tratamiento legal igual con abstracción de cualquier elemento diferenciador de relevancia jurídica, de manera que no toda desigualdad de trato normativo respecto a la regulación de una determinada materia supone una infracción del mandato contenido en el artículo 14 CE, sino tan sólo las que introduzcan una diferencia entre situaciones que puedan considerarse iguales, sin que se ofrezca y posea una justificación objetiva y razonable para ello», puesto que, «como regla general, el principio de igualdad exige que a iguales supuestos de hecho se apliquen iguales consecuencias jurídicas y, en consecuencia, veda la utiliza-

(92) SSTC 200/2001 de 4 de octubre; 119/2002, de 20 de mayo; 9/2010, de 27 de abril, 22/2010, de 27 de abril y 52/2010, de 4 de octubre, precisando que «el principio de igualdad no sólo exige que la diferencia de trato resulte objetivamente justificada, sino también que supere un juicio de proporcionalidad en sede constitucional sobre la relación existente entre la medida adoptada, el resultado producido y la finalidad pretendida».

(93) SSTC 75/1983, de 3 de agosto; 128/1987, de 16 de julio; 166/1988, de 26 de septiembre; 145/1991, de 1 de julio; 155/1998, de 13 de julio; 222/1992, de 11 de diciembre; 180/2001, de 17 de septiembre; 200/2001, de 4 de octubre; 39/2002, de 14 de febrero; 214/2006, de 3 de julio; 3/2007, de 15 de enero; 233/2007, de 5 de noviembre, y 59/2008, de 14 de mayo de 2008, las cuales precisan que el artículo 14 CE «acoge dos contenidos diferenciados: el principio de igualdad y las prohibiciones de discriminación», y respecto de este último aspecto indican que «la virtualidad del artículo 14 CE no se agota, sin embargo, en la cláusula general de igualdad con la que se inicia su contenido, sino que a continuación el precepto constitucional se refiere a la prohibición de una serie de motivos o razones concretos de discriminación. Esta referencia expresa a tales motivos o razones de discriminación no implica el establecimiento de una lista cerrada de supuestos de discriminación, pero sí representa una explícita interdicción de determinadas diferencias históricamente muy arraigadas y que han situado, tanto por la acción de los poderes públicos como por la práctica social, a sectores de la población en posiciones, no sólo desventajosas, sino contrarias a la dignidad de la persona que reconoce el artículo 10.1 CE».

(94) SSTC 22/1981, de 2 de julio; 49/1982, de 14 de julio; 2/1983, de 24 de enero; 23/1984, de 20 de febrero; 209/1987, de 22 de diciembre; 209/1988, de 10 de noviembre; 20/1991, de 31 de enero; 110/1993, de 25 de marzo; 176/1993, de 27 de mayo; 340/1993, de 16 de noviembre; 117/1998, de 2 de junio; 101/2001, de 28 de octubre; 27/2006, de 30 de enero; 54/2006, de 27 de febrero; 31/2008, de 25 de febrero, y 160/2008, de 2 de diciembre.

ción de elementos de diferenciación que quepa calificar de arbitrarios o carentes de una justificación razonable»[95].

El traslado de aquel principio igualitario «en o ante la ley» a las relaciones entre sujetos privados en el plano de la legalidad ordinaria se ha llevado a efecto mediante la institución conocida como «mittelbare Drittwirkung» o «efecto horizontal indirecto», pues «en lo que se refiere a la delimitación de los respectivos ámbitos de derechos, el efecto horizontal indirecto puede diferir del efecto horizontal directo en la forma; sin embargo, en lo esencial no hay ninguna diferencia»[96]. No obstante ha tenido escaso reflejo jurídico positivo[97].

La pertinencia del principio de igualdad en esas relaciones *inter privatos* sólo ha sido ocasionalmente tratada por la jurisprudencia constitucional, la cual ha precisado que la igualdad de trato debe ser observada en el ejercicio de potestades atribuidas a los particulares por la ley o cuando detentan una posición de dominio o relevante[98]. Habiendo insistido en «el menor alcance de la protección del derecho fundamental alegado en casos en los que juegue abiertamente el principio de autonomía de la voluntad»[99].

2.2. La igualdad de trato de los accionistas en la legalidad ordinaria

Entre las escasas aplicaciones del principio de igualdad de trato en el plano de la legalidad, es singularmente relevante, en el ámbito del Derecho de la Unión Europea, el conteni-

---

(95) STC 22/1981, de 2 de julio.

(96) Indica el Abogado General Sr. Poiares Maduro, en su conclusión 40, de las presentadas el 23 de mayo de 2007, en el asunto C-438/05, International Transport Workers' Federation yt Finnish Seamen's Union contra Viking Line ABP y OÜ Viking Line Eesti, resuelto por STJUE de 11 de diciembre de 2007, habiendo precisado en su conclusión 39, que «una forma común de conferir fuerza normativa a los derechos constitucionales en las relaciones horizontales es considerarlos vinculantes para el juez a la hora de resolver un asunto entre particulares. Ya sea al interpretar una cláusula contractual, al pronunciarse en una reclamación por daños y perjuicios o al resolver una solicitud de medidas cautelares, el órgano jurisdiccional, como órgano del Estado, está obligado a dictar una sentencia que respete los derechos constitucionales de las partes. La delimitación de los derechos individuales de esta forma se conoce como "mittelbare Drittwirkung", o "efecto horizontal indirecto". El resultado es que las normas constitucionales dirigidas al Estado se transforman en normas jurídicas que se aplican entre particulares, ilustrando que "el gobierno es el tercero en todo litigio entre particulares y lo es a través de la propia Ley y del juez que la aplica"».

(97) Pudiendo citarse la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, que abarca la aplicación del principio de igualdad en «educación, la sanidad, las prestaciones y los servicios sociales, la vivienda y, en general, la oferta y el acceso a cualesquiera bienes y servicios».

(98) Por ello puede cuestionarse la afirmación de la Abogada General, Sra. Verica Trstenjak, efectuada en la conclusión 129.2 de de las presentadas el 30 de junio de 2009, en el asunto C-101/08, resuelto por STJUE de 15 de octubre de 2009, según la cual «en todo caso, un principio general de igualdad de los accionistas sólo sería de aplicación en la relación entre una sociedad y sus accionistas»; La aplicación del principio de igualdad en las relaciones *inter privatos* de naturaleza laboral, ha sido con relativa frecuencia planteada ante el Tribunal Constitucional, el cual ha indicado en su STC 39/2003 de 27 de febrero, recogiendo la doctrina sentada en las SSTC 34/1984, de 9 de marzo; 2/1998, de 12 de enero; 74/1998, de 31 de marzo y 119/2002, de 20 de mayo; 39/2003 de 27 de febrero y 34/2004 de 8 de marzo, que «el artículo 14 CE no impone en el ámbito de las relaciones laborales una igualdad de trato en sentido absoluto, pues la eficacia en este ámbito del principio de la autonomía de la voluntad deja un margen en el que el acuerdo privado o la decisión unilateral del empresario, en ejercicio de sus poderes de organización de la empresa puede libremente disponer la retribución del trabajador, respetando los mínimos legales o convencionales. En la medida, pues, en que la diferencia salarial no tenga un significado discriminatorio, por incidir en alguna de las causas prohibidas por la Constitución o el estatuto de los trabajadores, no puede considerarse como vulneradora del principio de igualdad».

(99) *Vid.* RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente», *RDM*, núm. 24, octubre-diciembre 2009, pp. 1481-1482.

do del artículo 42 de la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976[100], según el cual, para la aplicación del contenido de aquella Directiva, «las legislaciones de los Estados miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas», así como del artículo 3 apartado 1, letra a), de la Directiva 2004/25, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004[101], según el cual «todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente»[102]. Igualmente es destacable el mandato contenido en el artículo 17.1 de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004[103], a cuyo tenor «el emisor de las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado garantizará el mismo trato a todos los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas»[104]. Asimismo debe traerse a colación la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión, de 25 de julio de 1977, por la que se establece un Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios, cuyo apartado 11, letra C, dispone que «el tercer principio general se refiere a la igualdad de los accionistas», añadiendo que «la Comisión ha estimado, a pesar de determinadas críticas, que debe mantener el principio de la igualdad de trato»; igualmente el principio tercero de los Principios Generales del Código de Conducta Europeo, adjunto a la indicada Recomendación 77/534, según el cual «debe asegurarse a todo tenedor de valores mobiliarios de la misma naturaleza, emitidos por la misma sociedad, una igualdad de trato»[105].

En derecho interno español ha de destacarse la regulación contenida en el artículo 97, cuyo carácter imperativo no admite duda[106], del Real Decreto Legislativo 1/2010,

---

(100) Segunda Directiva tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital, cuyo quinto considerando indica que «es necesario (…) que, en los aumentos y reducciones de capital, las legislaciones de los Estados miembros garanticen el respeto y armonicen la aplicación de los principios que garanticen el trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas y la protección de los titulares de deudas anteriores a la decisión de reducción».

(101) Relativa a las ofertas públicas de adquisición.

(102) Que precisa: «en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores».

(103) Sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

(104) Mandato que se repite en el artículo 18.1, según el cual: «El emisor de obligaciones admitidas a negociación en un mercado regulado se asegurará de que todos los tenedores de obligaciones con igualdad de rango reciban el mismo trato por lo que respecta a todos los derechos inherentes a esas obligaciones». Previamente, en su Considerando 22, aquella Directiva indica lo siguiente: «La información continua de los tenedores de valores admitidos a negociación en un mercado regulado debe seguir basándose en el principio de igualdad de trato. Esta igualdad de trato afecta únicamente a los accionistas que se encuentran en la misma posición y, por lo tanto, no prejuzga el problema de cuántos derechos de voto pueden atribuirse a una acción particular. Por la misma razón, los tenedores de obligaciones con igualdad de rango deben seguir beneficiándose de la igualdad de trato, incluso en el caso de deuda pública».

(105) Añadiendo: «en particular, en todo acto que implique, directa o indirectamente, la transferencia de una participación que permita un control, de hecho o de derecho, de una sociedad cuyos valores mobiliarios se negocien en el mercado, se tendrá en cuenta el derecho de todos los accionistas a ser tratados del mismo modo».

(106) Precisa SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J, *op. cit.* («La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?»), p. 27, que «el art. 97 LSC, como cláusula general a favor de la igualdad de imperativa observancia para todo acuerdo social, permite ser invocado de manera autónoma con respecto a cualquier situación en la que se entienda que resulta infringido».

por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, y según el cual «la sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas»(107), constituyendo uno de «los fundamentos centrales del Derecho de sociedades anónimas»(108). Es una «formalización de lo obvio»(109), que no impide la existencia de diferentes clases de acciones. Debiendo considerarse una derivación, manifestación o actualización en un segundo nivel, y consiguientemente de abstracción limitada, del principio de igualdad y proscripción de toda discriminación contenido en el artículo 14 CE. Parecidas consideraciones pueden efectuarse sobre el artículo 8.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre(110), según el cual «las acciones de un emisor admitidas a negociación no podrán establecer desventajas o diferencias en los derechos que correspondan a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas». Las mismas observaciones deben efectuarse acerca de los artículos 14.1 y 31.1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio(111),

---

(107) Indica MATEU DE ROS CEREZO, R., «Principio de igualdad de trato de los accionistas conforme a la Ley 3/2009: Accionistas significativos, derechos políticos y representación proporcional», *RMV*, núm. 5, 2009, p. 74, en relación con el artículo 50 bis introducido por la Ley 3/2009, de 3 de abril, disposición final primera, Nueve, de idéntico contenido al del artículo 97 del Real Decreto Legislativo 1/2010, que «la formulación elegida por el legislador no estriba en el reconocimiento abstracto de un supuesto principio preformativo o suprajurídico de igualdad formal o institucional (a partir del cual tengan cabida toda suerte de excepciones, salvedades y matices) sino un criterio mucho más preciso y mucho más modesto: la igualdad de trato, esto es un criterio de no discriminación dinámico que, se supone, debe regir en las relaciones entre la sociedad y todos (¿todos?) sus accionistas en cualesquiera situaciones pero, sobre todo, en aquellas que carecen de una regulación normativa explícita»; RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., *op. cit.* («El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente»), p. 1482, indica que si bien aquel principio de igualdad de trato de los accionistas «no venía establecido de manera expresa en el ámbito del derecho de sociedades anónimas español, hasta la incorporación del artículo 50 bis por la Ley 3/2009, a pesar de ello se consideraba como uno de los elementos capitales en el sistema de protección del accionista, de modo que inspiraría no sólo la normativa societaria, sino también la relativa al mercado de valores. Así aunque no se pudiera demostrar que la ley había generalizado este principio, debía estarse a él como voluntad presupuesta y presumible. La confianza necesaria para colaborar en la dinámica de la sociedad no es compatible con la idea contraria, pues nadie desearía participar en una sociedad si se pusiera de manifiesto una actividad contraria a este principio»; Indica SÁNCHEZ LINDE, M., *op. cit.* («El principio de mayoría en la adopción de acuerdos de la Junta general de la sociedad anónima»), p. 441, que «la doctrina ya se ha percatado que no existe en la LSA ningún principio de igualdad de trato entre los accionistas, aunque ello no signifique que por parte de los Estatutos sociales —o mediante cualquier otra operativa societaria— pueda obviarse la paridad de trato entre aquellos sujetos, siendo a estos efectos indiferente la cantidad de capital que posean»; SÁNCHEZ-CALERO, J., *op. cit.* («La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?»), pp. 21-22, indica que en nuestro Derecho su adopción desde su formulación en el artículo 42 de la Directiva 77/91, «se ha demorado. Quizás fuera más correcto decir que se ha revisado. La incorporación de las Directivas comunitarias no conllevó una formal declaración del principio de igualdad, que ha venido operando en nuestro ordenamiento como un principio implícito. Es cierto que no podía cuestionarse su existencia, pero también que planteaba el problema inherente a toda norma principal: el de la determinación de los presupuestos de su aplicación y los límites de su vigencia», y en p. 28 que la concreta redacción del precepto, «más allá de referirla a un grupo determinado de sujetos que comparten el mismo estatuto o a quienes se reconoce un común derecho, la igualdad de trato pasa por "dispensar el mismo tratamiento a quienes se encuentren en una situación igual o equiparable" o, en su formulación opuesta, a convalidar la licitud de someter a un trato discriminatorio a quienes se encuentran en una situación de desigualdad».

(108) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *op. cit.* («La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?»), p. 22.

(109) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *op. cit.* («La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?»), p. 22.

(110) Por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

(111) Sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

según los cuales las ofertas públicas de adquisición, cualquiera que fuere la forma en que se formulen (como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez), «deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias», y sus modificaciones deberán «respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias».

Las sociedades anónimas son formas asociativas en las que la participación de los socios o accionistas ha de ajustarse al principio democrático. Su «idea fuerza institucional» radica en que los socios o accionistas «creen que ninguno de ellos, y ninguna minoría entre ellos, está mejor capacitado o capacitada, tan definidamente que a esa persona o personas deba permitírseles gobernar sobre todo el resto de la asociación; por el contrario, piensan que todos están igualmente calificados para participar en pie de igualdad en el proceso de gobierno de la asociación»(112), y, *a fortiori*, por la misma razón ninguno de sus miembros o minoría puede apropiarse o retener las utilidades, rendimientos y beneficios que genere esa asociación. Por ello es razonable diferenciar y debe distinguirse, según ya se indicó, entre acciones que incorporan derechos «preferentes» y acciones que incorporan «privilegios».

Efectivamente, en su acepción estricta la «preferencia» alude a la diferencia justificada, y el «privilegio» al exceso desmedido, desproporcionado, y por lo tanto injustificable. La proscripción de estos últimos impone no atribuir «privilegio» alguno al Estado cuando sea accionista, mayoritario o minoritario(113), pues sería contrario *prima facie* al principio de igualdad de trato de los accionistas. Cuestión parcialmente diferente, pero que también debe tomarse en consideración, es la relativa a si el principio de igualdad de trato a los accionistas, que abomina del «privilegio», debe aplicarse únicamente en las relaciones entre una sociedad y sus accionistas(114) o, por el contrario, se impone igualmente en las relaciones entre los accionistas que ejercen o adquieren el control de una sociedad y los demás accionistas(115).

---

(112) DAHL, R.A., *La democracia y sus críticos*, ediciones Paidós, Barcelona-Buenos Aires-México, 1992, p. 43, idea que denomina «Principio categórico de igualdad»; «La paridad de trato en las sociedades de capital arranca de la justificación básica que permite invocar la vigencia de ese principio en cualquier otra figura asociativa», indica SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J, *op. cit.*, («La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?»), p. 23.

(113) Recuerda SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *op. cit.* («La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?»), p. 21, que la igualdad de los accionistas se formuló marizadamente en la Directiva 77/91, «pero los ordenamientos de algunos Estados optaron por proclamar la vigencia de ese principio por medio de su explícito acogimiento normativo, pero con una formulación mucho más amplia, pues la igualdad de trato se extendía a todos los supuestos en que se producía una afectación de cualquiera de los derechos e intereses de los accionista»; Ha de repararse en que «los derechos de minoría lo son de accionistas», precisa JUSTE MENCÍA, J., *Los derechos de minoría en la sociedad anónima*, Aranzadi, Pamplona, 1995, p. 80, y sobre los derechos de minoría como derivados de la condición de socio, *vid.* pp. 81 ss., especialmente pp. 97-103.

(114) Indica SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Navarra, 2007, p. 59, que «la competencia de la junta general se ve limitada igualmente por el ámbito conferido por la Ley a los poderes y derechos de los accionistas, es especial, en razón de la intangibilidad de los derechos del accionista, (y) la prohibición de crear desigualdades de condición entre socios titulares de acciones de la misma clase».

(115) JUSTE MENCÍA, J., *op. cit.* (*Los derechos de minoría en la sociedad anónima*), pp. 40-41, indica, en torno al concepto de minoría, que en una primera acepción «se trata de una noción relativa a la mayoría —como no podía ser de otra manera— (…). En consecuencia estamos ante un concepto relacionado necesariamente con la celebración de la Junta. Que no permite apreciar la presencia de minorías previas a ésta, o no relacionadas con su celebración». Sobre las dificultades para definir un concepto unívoco de minoría *vid.* pp. 46-49.

La cuestión de si existe un «principio general de Derecho de la Unión Europea de igualdad de los accionistas»[116], como principio general del Derecho de sociedades europeo, afectando a la relación entre la sociedad y sus accionistas, ha sido objeto de intenso debate. Se dice[117], en relación con aquel ordenamiento jurídico, que en «general, los derechos fundamentales, entre los que se encuentra el principio de igualdad, constituyen derechos de protección del particular frente al poder público», pero que no obstante «podría considerarse el principio general de igualdad como fundamento para un derecho (…) a la igualdad de los accionistas». Precisándose que «el principio general de igualdad, que prohíbe que se traten de manera diferente situaciones comparables, a menos que este trato esté objetivamente justificado, forma parte de los fundamentos de la (Unión Europea)», y que «además, las disposiciones sobre la igualdad ante la ley forman parte de la tradición constitucional común de los Estados miembros».

Efectivamente[118], «el concepto de igualdad de los accionistas inspira el Derecho de sociedades de la (Unión Europea) y de sus Estados miembros y constituye manifiestamente un ideal básico en ese ámbito jurídico». Por más que no tenga manifestación expresa como «principio de igualdad de los accionistas» en el derecho originario de la Unión ni en los ordenamientos jurídicos de los Estados miembros y, naturalmente, con tal formulación «igualdad de los accionistas» no tenga rango constitucional, resulta que «podría deducirse tal principio general de igualdad del Derecho derivado, es decir, de los demás actos de las instituciones (de la Unión Europea)».

En efecto, «diversas disposiciones del (Derecho de la Unión Europea) se refieren a una exigencia de igualdad de trato de los accionistas siempre que se encuentren en las mismas condiciones», las cuales «están visiblemente marcadas por el deseo del legislador (europeo) de evitar desigualdades de trato arbitrarias, es decir, objetivamente injustificadas, entre los accionistas». Todo ello, se afirma, aunque «el principio de igualdad y el principio de no discriminación no (pertenezcan) a los principios rectores tradicionales del Derecho privado», y su aplicación a un litigio entre sujetos privados resulte «prácticamente imposible, pues no se pueden deducir de él ni los presupuestos fácticos de su aplicación, ni consecuencia jurídica alguna suficientemente determinada en caso de su violación» [119].

---

(116) Sobre los principios generales del Derecho de la Unión Europea *vid.* las afirmaciones de la Abogada General, Sra. Verica Trstenjak, en la conclusión 67 y Notas correspondientes, de las presentadas el 30 de junio de 2009, en el asunto C-101/08, Audiolux y otros, resuelto por STJUE de 15 de octubre de 2009.

(117) Por la Abogada General, Sra. Verica Trstenjak, en su conclusión 76 de las presentadas el 30 de junio de 2009, en el asunto C-101/08, Audiolux y otros resuelto por STJUE de 15 de octubre de 2009, con fundamento en las SSTJUE de 3 de octubre de 2006, asunto C-17/05, Cadman, de 26 de junio de 2001, asunto C-381/99, Brunnhofer, y de 17 de septiembre de 2002, asunto C-320/00, Lawrence y otros, *vid.* no obstante sus conclusiones 77 y 78.

(118) Afirma la Abogada General, Sra. Verica Trstenjak, en sus conclusiones 76, 77, 78, 86 y 88 de las presentadas el 30 de junio de 2009, en el asunto C-101/08, Audiolux y otros, resuelto por STJUE de 15 de octubre de 2009, lo cual no le impidió afirmar que el principio general de igualdad sí podría servir para fundamentar un principio específico de no discriminación en el Derecho de sociedades de la Unión Europea, y que debería comprobarse si existe una exigencia de igualdad de trato de los accionistas como expresión concreta del principio general de igualdad.

(119) La posición de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea adolece de una cierta ambigüedad, limitándose a manifestar en el asunto C-101/08, Audiolux y otros, resuelto por su sentencia de 15 de octubre de 2009, que un principio general de igualdad de trato a los accionistas minoritarios «no puede deducirse del principio general de igualdad de trato». Continúa aquella jurisprudencia indicando que no puede considerarse que la igualdad de trato de los accionistas minoritarios constituya un principio general del Derecho de la Unión Europea, porque «los

IV. LIBERTAD DE EMPRESA, LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALES. LA «PRIMACÍA» DEL DERECHO DE LA UNIÓN EUROPEA Y LA «AUTORIDAD» DE SU INTÉRPRETE

La libertad de establecimiento y la libre circulación de capitales forman parte de la libertad de empresa, que como tal está protegida por el artículo 16 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea[120], y por el artículo 38 CE[121]. Cualquier limitación del ejercicio de la libertad de empresa deberá ser establecida por la ley y respetar el contenido esencial de la misma[122], atendiendo, en todo caso, al principio de proporcionalidad. Además, sólo pueden introducirse limitaciones a la libertad de empresa cuando sean necesarias y respondan efectivamente a objetivos de interés general reconocidos por la Unión o a la necesidad de protección de los derechos y libertades de los demás.

1. La libertad de empresa

El papel dominante del Estado, directa o indirectamente, en una empresa condiciona su estatuto de agente económico en un sistema de economía de mercado, al extremo de que la ausencia de control estatal desde el punto de vista del Derecho de sociedades es necesaria para concederle tal estatuto. Es decir, la existencia de control estatal sobre una empresa produce interferencias tan significativas en su funcionamiento y decisiones comerciales, que excluyen que opere en condiciones de economía de mercado.

Como derivadas de la libertad de empresa, por una parte la libertad de establecimiento impone que los nacionales de otro Estado miembro, en particular, puedan acceder a las actividades empresariales y el ejercicio de las mismas, en las condiciones fijadas por la legislación del Estado miembro de establecimiento para sus propios nacionales[123], y por otra parte, la libre circulación de capitales, especialmente desde que la Directiva 88/361 llevó a cabo la liberalización completa de los movimientos de capitales, impone a los Estados miembros la obligación de suprimir todas las restricciones a los movimientos de capitales[124].

---

principios generales de Derecho comunitario son de rango constitucional, mientras el principio de igualdad de trato (de los accionistas minoritarios) se caracteriza por un grado de precisión que exige una elaboración legislativa que, en la Unión Europea, se produce mediante un acto de Derecho comunitario derivado», por consiguiente, concluye, «no puede considerarse que el principio (de igualdad de trato de los accionistas minoritarios) sea un principio general autónomo de Derecho comunitario».

(120) Que desde el Tratado de Lisboa y con arreglo al artículo 6 TUE, apartado 1, párrafo primero, tiene el mismo valor jurídico que los Tratados. En relación con nuestro sistema jurídico, indica la STSJ de la Comunidad Autónoma del País Vasco, Sala de lo Social, Sección 1, de 1 de julio de 2011, que «el artículo 38 de la Constitución de 1978 (…) garantiza la libertad de empresa dentro de una economía de mercado»; Afirma el artículo 38 de la Constitución: «Se reconoce la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado. Los poderes públicos garantizan y protegen su ejercicio y la defensa de la productividad, de acuerdo con las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación».

(121) «El artículo 38 de la Constitución dispone que los poderes públicos garantizan el ejercicio de la libre empresa —al tiempo que la defensa de la productividad, que a su vez puede suponer un límite a aquélla— de acuerdo con las exigencias de la economía general, entre las que hay que incluir las que pueden imponerse en virtud de determinados bienes o principios constitucionalmente protegidos (…) y, en su caso, de la planificación», indica la STC 37/1987, de 16 de marzo.

(122) Artículo 52 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea.

(123) SSTJUE de 28 de enero de 1986, asunto 270/83, Comisión contra Francia, de 22 de diciembre de 2008, asunto C-161/07, Comisión contra Austria, y de 24 de mayo de 2011, asunto C- 47/08, Comisión contra Bélgica.

(124) STJUE de 11 de diciembre de 2003, asunto C-364/01, Barbier.

Tanto la libertad de establecimiento como la libre circulación de capitales prohíben «restricciones», no aludiendo a «discriminaciones» por razones de nacionalidad, que también están proscritas. El Derecho de la Unión Europea impide que los Estados miembros puedan adoptar cualquier disposición o medida que pueda obstaculizar o hacer menos atractivo el ejercicio aquellas libertades fundamentales que garantiza(125), aun cuando tales disposiciones o medidas nacionales sean aplicables aparentemente sin discriminación por razón de la nacionalidad.

A su vez ha de repararse en que el subyacente principio de no discriminación por razón de la nacionalidad, establecido en el artículo 18 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y fundamento de su unidad, solo puede existir donde reine la igualdad, de tal manera que ningún ciudadano de la Unión(126) debe verse desfavorecido, es decir «discriminado», a causa de su nacionalidad (127). Aquel principio se proyecta, desarrolla y manifiesta en cada libertad fundamental. Consecuentemente el principio de prohibición de trato desigual por razón de la nacionalidad(128) únicamente puede ser aducido

---

(125) SSTJUE de 31 de marzo de 1993, asunto C-19/92, Kraus, de 9 de septiembre de 2003, asunto C-285/01, Burbaud, y de 5 de octubre de 2004, asunto C-442/02, CaixaBank France.

(126) Según la STJUE de 7 de octubre de 2010, Secretary of State for Work and Pensions Taous Lassal, en el que participa: The Child Poverty Action Group, asunto C-162/09, «es preciso señalar que la ciudadanía de la Unión confiere a todo ciudadano de la Unión un derecho fundamental e individual a circular y residir libremente en el territorio de los Estados miembros, con sujeción a las limitaciones y condiciones previstas en el Tratado FUE y en las disposiciones adoptadas para su aplicación, y que la libre circulación de las personas constituye, por otra parte, una de las libertades fundamentales del mercado interior, que además ha sido reafirmada en el artículo 45 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea», y que «las disposiciones relativas a la ciudadanía de la Unión son aplicables desde su entrada en vigor y procede, pues, considerar que deben ser aplicadas a los efectos actuales de situaciones nacidas con anterioridad».

(127) Indica la Abogada General Sra. Juliane Kokott, en las conclusiones 26, 27, 32 y 36, de las presentadas el 28 de febrero de 2008, en el asunto C-164/07, resuelto por STJUE de 5 de junio de 2008, James Wood contra Fonds de garantie des victimes des actes de terrorisme et d'autres infractions, que precisa lo siguiente: a) «El artículo 12 CE (ahora artículo 18 TFUE), párrafo primero, prohíbe en el ámbito de aplicación del Tratado toda discriminación por razón de la nacionalidad» (SSTJCE de 11 de septiembre 2007, asunto C-318/05 Comisión contra Alemania; de 11 de septiembre de 2007, asunto C-76/05, Schwarz y Gootjes-Schwarz; de 23 de octubre de 2007, asunto C-11/06, Morgan; de 12 de julio de 2005, asunto C-403/03, Schempp; de 2 de octubre de 2003, asunto C-148/02, García Avello, y de 24 de noviembre de 1998, asunto C-274/96, Bickel y Franz); b) «Entre las situaciones comprendidas en el ámbito de aplicación del Derecho (de la Unión Europea) se incluyen las relativas al ejercicio de las libertades fundamentales»; c) «El estatuto de ciudadano de la Unión está destinado a convertirse en el estatuto fundamental de los nacionales de los Estados miembros, permitiendo a aquellos de tales nacionales que se encuentran en la misma situación obtener el mismo trato jurídico en el ámbito de aplicación *ratione materiae* del (Derecho de la Unión Europea), independientemente de su nacionalidad y sin perjuicio de las excepciones expresamente previstas a este respecto» (SSTJUE de 11 de septiembre 2007, asunto C-318/05, Comisión contra Alemania; de 23 de marzo de 2004, asunto C-138/02, Collins; de 2 de octubre de 2003, asunto C-148/02, García Avello; de 11 de julio de 2002, asunto C-224/98, D'Hoop, y de 20 de septiembre de 2001, asunto C-184/99, Grzelczyk); d) «La prohibición de discriminación exige que no se traten de manera diferente situaciones que son comparables y que situaciones diferentes no sean tratadas de manera idéntica, salvo que este trato esté justificado objetivamente» (SSTJUE de 12 de septiembre de 2006, asunto C-300/04, Eman y Sevinger; de 10 de enero de 2006, asunto C-344/04, IATA y ELFAA, y de 2 de octubre de 2003, asunto C-148/02, García Avello); Esto es, una discriminación sólo puede consistir en la aplicación de normas distintas a situaciones comparables o en la aplicación de la misma norma a situaciones diferentes (SSTJUE de 14 de febrero de 1995, asunto C-279/93, Schumacker; de 22 de marzo de 2007, asunto C-383/05, Talotta, y de 18 de julio de 2007, asunto C-182/06, Lakebrink y Peters-Lakebrink).

(128) STJUE de 10 de julio de 2008, asunto C-54/07, Centrum voor gelijkheid van kansen en voor racismebestrijging y Firma Fery NV.

de manera independiente en aquellas situaciones reguladas por el Derecho de la Unión Europea para las que no prevea prohibiciones o normas restrictivas específicas[129]. Siendo así que precisamente el artículo 49 TFUE[130] establece la libertad de establecimiento, y el artículo 63 TFUE[131] la libre circulación de capitales[132], prohibiendo restricciones a las mismas, a estos preceptos se debe hacer referencia y no al artículo 18 TFUE.

Se ha cuestionado la compatibilidad de las «acciones privilegiadas» mantenidas, directa o indirectamente, por el Estado en empresas privatizadas, *«golden shares»* o «acciones de oro», con el derecho de propiedad y con la libertad de empresa. En relación con el instituto de la propiedad, en cuanto que puede constituir una velada expropiación de su núcleo al posibilitar la exclusión o limitación substancial de las facultades de disposición sobre la propia empresa del conjunto de los socios, y de cada uno de éstos sobre sus participaciones e indirectamente al poder afectar al valor de las mismas y a su rendimiento económico. En relación con la libertad de empresa, porque puede afectar al libre ejercicio de la actividad empresarial y a la libre competencia[133].

2. La libertad de establecimiento

Establece el artículo 49 TFUE, en su primer párrafo, que quedan «prohibidas las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro». Prohibición que se extiende «igualmente a las restricciones relativas a la apertura de agencias, sucursales o filiales por los nacionales de un Estado miembro establecidos en el territorio de otro Estado miembro». Añadiendo, en un segundo párrafo, que la libertad de establecimiento comprende «el acceso a las actividades no asalariadas y su ejercicio, así como la constitución y gestión de empresas

---

(129) SSTJUE de 26 de noviembre de 2002, asunto C-100/01 Oteiza Olazábal, y de 29 de abril de 2004, asunto C-387/01, Weigel; Se afirma que «la prohibición de las discriminaciones por razón de nacionalidad no sólo se impone a la actuación de las autoridades públicas, sino que se extiende asimismo a las normativas de otra naturaleza que tengan por finalidad regular colectivamente el trabajo por cuenta ajena y las prestaciones de servicios» (STJUE de 17 de julio de 2008, asunto C-94/07, Andrea Reccanelli y Max-Planck-Gesellschaft zur Förderung der Wissenschaften eV, también SSTJUE de 12 de siembre de 1974, asunto 36/74, Walrave y Koch, y de 6 de junio de 2000, asunto C-281/98, Angonese); Aquella «prohibición de discriminación también se extiende a todos (…) los convenios entre particulares» (STJUE de 17 de julio de 2008, asunto C-94/07, Andrea Reccanelli y Max-Planck-Gesellschaft zur Förderung der Wissenschaften eV. En el mismo sentido SSTJUE de 8 de abril de 1976, asunto 43/75, Defrene, y de 6 de junio de 2000, asunto C-281/98, Angonese).

(130) Antiguo artículo 43 CE.

(131) Antiguo artículo 56 CE.

(132) SSTJUE de 11 de marzo de 2001, asunto C-397/98, Metallgesellschaft y otros, de 11 de octubre de 2007, asunto C-443/06, Hollmann, y de 17 de enero de 2008, asunto C-105/07, Lammers & Van Cleeff NV contra Belgische Staat.

(133) «El (Derecho de la Unión Europea) autoriza a los Estados miembros a mantener la propiedad pública de determinadas empresas. Sin embargo, no les autoriza a restringir selectivamente el acceso de los operadores del mercado a determinados sectores económicos una vez que dichos sectores han sido privatizados (pues) si el Estado pudiese lícitamente mantener especiales formas de control del mercado en las empresas privatizadas, podría fácilmente frustrar la aplicación de las normas sobre libre circulación permitiendo solamente un acceso selectivo y potencialmente discriminatorio a los sectores sustanciales del mercando nacional», indica el Abogado General Sr. M Poiares Maduro, en la conclusión 29 de las presentadas el 6 e abril de 2006, en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, resueltos por la STJUE de 12 de septiembre de 2006.

y, especialmente, de sociedades» en las «condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales, sin perjuicio de las disposiciones del capítulo relativo a los capitales».

Según jurisprudencia reiterada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, el artículo 49 TFUE se opone a cualquier medida nacional que pueda obstaculizar o hacer menos atractivo el ejercicio, por parte de los nacionales de la Unión europea, de la libertad de establecimiento garantizada por el Tratado, aun cuando sea aplicable sin discriminación por razón de la nacionalidad (134). Porque la libertad de establecimiento es consustancial con el proyecto político de la unidad europea, conseguida mediante la eliminación de las barreras que afectaban a los mercados y a los medios de producción.

La libertad de establecimiento se reconoce tanto a las personas físicas como a las personas jurídicas de cualquier Estado miembro, comprendiendo, sin perjuicio de determinadas y concretas excepciones, así como de los requisitos generales y comunes exigibles previstos en las legislaciones nacionales, el acceso, en el territorio del resto de la Unión Europea, a toda clase de actividades por cuenta propia y a su ejercicio, incluyendo naturalmente la constitución, la gestión de empresas y la apertura de agencias, sucursales o filiales (135). Se trata de una libertad fundamental de gran amplitud, que conlleva la posibilidad de participar, de forma estable y continua, en la vida económica de un Estado miembro distinto del de origen.

La libertad de establecimiento implica para los ciudadanos europeos el acceso a las actividades no asalariadas y su ejercicio, así como la constitución y gestión de empresas, en las mismas condiciones fijadas por la legislación del Estado miembro de establecimiento para sus propios nacionales, comprendiendo para las sociedades constituidas con arreglo a la legislación de un Estado miembro y cuyo domicilio social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro de la Comunidad Europea, el derecho a ejercer su actividad en el Estado miembro de que se trate a través de una filial, de una sucursal o de una agencia (136). Los Estados miembros están obligados a reconocer a las sociedades, constituidas válidamente al amparo de la legislación de otro Estado miembro, aun cuando no exista un vínculo material con ese Estado, de tal manera que, una vez válidamente constituidas según la legislación de cualquier Estado miembro, esa entidad puede ejercer la libertad de establecimiento en el seno de la Unión.

En fin, que la libertad de establecimiento comprende «la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades», en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales. De tal manera que según reiterada jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea el artículo 49 TFUE prohíbe toda regla nacional que pueda colocar a los nacionales de los demás Estados miembros en una situación, de hecho o de derecho, desventajosa en relación con la situación en que

---

(134) SSTJUE de 31 de marzo de 1993, asunto C-19/92, Kraus, y de 14 de octubre de 2004, asunto C-299/02, Comisión contra Reino de los Países Bajos.

(135) Conclusiones 25 y 26 de las presentadas el 7 de diciembre de 42004, por el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en el asunto C-140/03, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Helénica, resuelto por STJUE de 21 de abril de 2005.

(136) STJUE de 21 de septiembre de 1999, asunto C-307/97, Saint-Gobain ZN.

se encuentra, en las mismas circunstancias, un nacional del Estado miembro de establecimiento, y exige también la supresión de cualesquiera medidas que prohíban, obstaculicen o hagan menos atractivo el ejercicio de aquella libertad fundamental.

Aquella libertad de circulación puede limitarse excepcionalmente por medidas nacionales que la obstaculicen o hagan menos atractiva, siempre y cuando reúnan las siguientes condiciones(137): a) Que se no se apliquen de manera no discriminatoria, que estén justificadas por razones imperiosas de interés general; b) Que sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que persiguen; c) Que no vayan más allá de lo necesario para alcanzar dicho objetivo(138). Sin que ningún Estado miembro pueda invocar disposiciones, prácticas o situaciones de su ordenamiento jurídico interno, incluidas las resultantes de la estructura constitucional de dicho Estado, para justificar el incumplimiento de las obligaciones derivadas del Derecho de la Unión Europea(139).

Si se admitiera que el Estado miembro de establecimiento pudiera aplicar libremente un trato distinto por el mero hecho de que el domicilio de una sociedad se halle en otro Estado miembro, se privaría de contenido al artículo 49 TFUE(140). La libertad de establecimiento pretende garantizar el disfrute del trato nacional en el Estado miembro de acogida, al prohibir cualquier discriminación basada en el lugar del domicilio de las sociedades(141). De tal manera que junto al traslado del domicilio de una sociedad constituida según el ordenamiento de un Estado miembro a otro Estado miembro sin cambio de sistema jurídico por el que se rige, también es posible el traslado de una sociedad a otro Estado miembro con cambio del ordenamiento jurídico nacional aplicable, sin consecuencias desfavorables (disolución y la liquidación de esa sociedad), transformándose así aquella sociedad en una forma de sociedad regulada por el ordenamiento del Estado miembro al que se traslada.

El derecho a la libertad de establecimiento se reconoce a las sociedades(142) constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro cuya sede social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro de la Unión Euro-

---

(137) *Vid*. STJUE de 1 de abril de 2008, asunto C-212/06, Gouvernement de la Communauté française, Gouvernement Wallon y Gouvernement Flamand.

(138) SSTJUE de 11 de marzo de 2004, asunto C-9/02, de Lasteyrie du Saillant, de 18 de enero de 2007, asunto C-104/06, Comisión contra Suecia, y de 1 de abril de 2008, asunto C-212/06, Gouvernement de la Communauté française, Gouvernement Wallon y Gouvernement Flamand.

(139) SSTJUE de 10 de junio de 2004, asunto C-87/02, Comisión contra Italia, y de 26 de octubre de 2006, asunto C-102/06, Comisión contra Austria.

(140) SSTJUE de 28 de enero de 1986, asunto 270/83, Comisión contra Francia, de 13 de julio de 1993, asunto C-330/91, Commerzbank; de 8 de marzo de 2001, asuntos acumulados C-397/98 y C-410/98, Metallgesellschaft y otros, y de 18 de julio de 2007, asunto C-231/05, Oy AA.

(141) STJUE de 28 de enero de 1986, asunto 270/83, Comisión contra Francia; Esta doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea plantea toda una serie de cuestiones de difícil resolución en todos aquellos Estados miembros cuyos ordenamientos vinculan la nacionalidad de las sociedades al domicilio, en relación con nuestro ordenamiento tanto para las sociedades de capital como para el resto de sociedades. Sobre la nacionalidad de las sociedades, *vid*. SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *op. cit.* (*Instituciones de Derecho Mercantil*) v. I, pp. 352-353.

(142) SSTJUE de 21 de septiembre de 1999, asunto C-307/97, Saint-Gobain ZN, de 23 de febrero de 2006, asunto C-471/04, Keller Holding, y de 29 de marzo de 2007, asunto C-347/04, Rewe Zentralfinanz eG, sucesora universal de ITS Reisen GmbH, y Finanzamt Köln-Mitte.

pea[143]. El artículo 49 TFUE se propone asegurar el disfrute del trato nacional en el Estado miembro de acogida, y consecuentemente se opone a que el Estado de origen obstaculice el establecimiento en otro Estado miembro de uno de sus nacionales o de una sociedad constituida de conformidad con su normativa[144]. Las «sociedades tienen derecho a ejercer su actividad en otro Estado miembro, mientras que la localización de su domicilio estatutario, su administración central o su centro de actividad principal sirven para determinar, a semejanza de la nacionalidad de las personas físicas, su sujeción al ordenamiento jurídico de un Estado miembro»[145].

Por ello exigir el cumplimiento de un capital mínimo a una sucursal supone tratarla «como si fuera el primer establecimiento», lo cual equivale «en definitiva, a no reconocer las sociedades constituidas con arreglo al Derecho de otro Estado», negándose la eficacia al Derecho de otro Estado miembro que reconoce la existencia de la sociedad. Esto es, los requisitos y responsabilidades, de la sucursal «se rigen, en principio, por el Derecho del Estado conforme al cual se ha constituido la sociedad». Asimismo «esta libertad también incluye el derecho del nacional de un Estado miembro a constituir una sociedad en un Estado miembro cuyas normas de Derecho de sociedades le parezcan menos rigurosas y, a continuación, abrir sucursales en otros Estados miembros»[146].

3. La libre circulación de capitales

Según el tenor literal del artículo 63 TFUE quedan «prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países», así como «cualesquiera restricciones sobre los pagos entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países».

La libre circulación de capitales «supone la supresión de las restricciones a los movimientos de capitales pertenecientes a personas residentes en los Estados miembros, así como de las discriminaciones de trato por razón de nacionalidad o residencia de las partes o del lugar de colocación de los capitales. La Primera Directiva prevé (…) la liberalización completa de determinados movimientos de capitales y pretende eliminar los obstáculos administrativos que, aun cuando no impongan autorizaciones de cambio ni afecten a la adquisición de títulos extranjeros, no por ello dejan de representar una traba para la liberalización más amplia y más rápida de los movimientos de capitales entre los Estados miembros, que es necesaria, según el considerando de la Primera Directiva, para la consecución de los objetivos de la comunidad europea»[147].

---

(143) SSTJUE de 27 de septiembre de 1988, asunto 81/87, Daily Mail and General Trust, de 9 de marzo de 1999, asunto C-212/97, Centros, de 5 de noviembre de 2002, asunto C-208/00, Überseering, y de 14 de octubre de 2004, asunto C-299/02, Comisión contra Reino de los Países Bajos.

(144) STJUE de 16 de julio de 1998, asunto C-264/96, ICI.

(145) Conclusión 94, de las presentadas el 30 de enero de 2003 por el Abogado General Sr. Siegbert Alber, en el asunto C-167/01, resuelto por STJUE de 30 de septiembre de 2003, Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam contra Inspire Art Ltd. No obstante, *vid.* nota 141.

(146) Conclusiones 99 y 100, de las presentadas el 30 de enero de 2003 por el Abogado General Sr. Siegbert Alber, en el asunto C-167/01, resuelto por STJUE de 30 de septiembre de 2003, Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam contra Inspire Art Ltd. *Vid.* nota 141.

(147) SSTJCE de 24 de junio de 1986, asunto 157/85, Luigi Brugnoni y Roberto Ruffinengo contra Cassa di risparmio di Genova e Imperia, y de 27 de octubre de 2005, asunto C-329/03, Trapeza tis Ellados AE contra Banque Artesia.

Efectivamente, «debe recordarse que el único considerando de aquella Directiva afirma que la consecución de los objetivos del Tratado exige las más amplia libertad posible de los movimientos de capitales entre los Estados miembros y, en consecuencia, la más amplia y rápida liberalización de dichos capitales. A la luz de ese objetivo imperativo (…) cualquier ambigüedad en la Directiva debe ser interpretada de forma que promueva dicha liberalización»(148).

La libre circulación de capitales sólo puede limitarse mediante una normativa nacional si ésta se halla justificada por alguna de las razones mencionadas en el artículo 65(149).1.b) TFUE, consistentes en adoptar las medidas necesarias para impedir las infracciones a su Derecho y normativas nacionales, en particular en materia fiscal y de supervisión prudencial de entidades financieras, establecer procedimientos de declaración de movimientos de capitales a efectos de información administrativa o estadística, o tomar medidas justificadas por razones de orden público o de seguridad pública, o por razones imperiosas de interés general, en el sentido de la jurisprudencia de aquel Tribunal(150).

4. Sobre si las inversiones «directas» y «de cartera», en otro Estado miembro, se inscriben en el ámbito de la libertad de establecimiento (artículo 49 TFUE), de la libre circulación de capitales (artículo 63 TFUE) o en el de ambas libertades

Jurisprudencia consolidada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea establece que «la cuestión de si una normativa nacional se inscribe en el ámbito de una u otra de estas libertades fundamentales», o en el de ambas, se desprende de la toma en «consideración del objeto de la normativa de que se trate».

Indica la jurisprudencia de aquel Tribunal de Justicia(151) que «están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del artículo 49 TFUE, relativo a la libertad de establecimiento, las disposiciones nacionales que son de aplicación a la posesión por un nacional de un Estado miembro de una participación en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le permita ejercer una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y determinar sus actividades».

Añadiendo la misma jurisprudencia europea que «están comprendidas en el ámbito de las disposiciones del artículo 63 TFUE, relativo a la libre circulación de capitales, "en particular", las inversiones directas, esto es, cualquier tipo de inversión efectuada por personas físicas o jurídicas y que sirva para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el proveedor de fondos y la sociedad a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica. Este objetivo presupone que las acciones que posee el accionista le ofrecen la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad»(152).

---

(148) Precisa el Abogado General Sr. F. G. Jacobs, en la conclusión 58, *in fine*, de las presentadas el 14 de abril de 2005, en el asunto C-329/03, resuelto por STJUE de 27 de octubre de 2005.

(149) Antiguo artículo 58 CE.

(150) STJUE de 21 de diciembre de 2011, asunto C-271/99, Comisión Europea contra República de Polonia.

(151) STJUE de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

(152) SSTJUE de 23 de octubre de 2007, asunto C-112/05, Comisión contra Alemania, de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07, Comisión contra Italia, y de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión contra la República Portuguesa.

Se amplía el ámbito del artículo 63 TFUE, porque «al no existir en el Tratado CE una definición del concepto de "movimientos de capitales" en el sentido del artículo 63 TFUE», el Tribunal de Justicia, reconociendo «valor indicativo a la nomenclatura de los movimientos de capitales que figura en el anexo I de la Directiva 88/361/CEE del Consejo, de 24 de junio de 1988», ha concluido que constituyen «movimientos de capitales», cuya restricción prohíbe el precitado artículo 63 TFUE:

— tanto «las inversiones denominadas "directas", esto es, las inversiones en forma de participación en una empresa mediante la posesión de acciones que confiera la posibilidad de participar de manera efectiva en su gestión y control»(153)

— como «las inversiones denominadas "de cartera", es decir, las inversiones en forma de adquisición de títulos en el mercado de capitales efectuada con la única intención de realizar una inversión, pero sin intención de influir en la gestión y el control de la empresa»(154).

En relación con aquellas dos «formas de inversión» la jurisprudencia del Tribunal de Justicia ha cuidado de señalar que deben calificarse de «restricciones», en el sentido del artículo 63 TFUE, todas aquellas medidas nacionales que pueden impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores, actuales o potenciales, de otros Estados miembros de invertir en el capital de éstas(155).

Asimismo, afirma aquella jurisprudencia que el hecho de que las disposiciones nacionales que establecen las «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» sean indistintamente aplicables tanto a los residentes como a los no residentes es irrelevante, en cuanto lo transcendente es que puedan afectar «a la situación del adquirente de una participación como tal, de modo que pueden disuadir a los inversores de otros Estados miembros de efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado»(156).

Tras aquellas precisas determinaciones acerca de si una determinada normativa nacional que establece o de la que se derivan concretas restricciones a las libertades de circulación se inscribe en el ámbito de una u otra de las libertades fundamentales de circulación antes referidas, precisa el Tribunal de Justicia que «una normativa nacional que no debe aplicarse únicamente a las participaciones que permitan ejercer una influencia efectiva en las decisiones de una sociedad y determinar las actividades de ésta, pero que se aplica independientemente de la magnitud de la participación que posea el accionista en una sociedad, puede estar comprendida tanto en el ámbito de aplicación del artículo 49 TFUE como del

(153) SSTJUE de 23 de octubre de 2007, asunto C-112/05, Comisión contra Alemania, de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07, Comisión contra Italia, de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión contra la República Portuguesa, y de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

(154) SSTJUE de 23 de octubre de 2007, asunto C-112/05, Comisión contra Alemania, de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07, Comisión contra Italia, de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión contra la República Portuguesa, y de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

(155) SSTJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión contra la República Portuguesa, y de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

(156) STJUE de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

artículo 63 TFUE»[157], y que de no poderse descartar que las disposiciones nacionales que sean objeto de controversia puedan afectar a todos los accionistas e inversores potenciales y no solamente a los accionistas capaces de influir de manera efectiva en la gestión y el control de la empresa privatizada, deben considerarse esas disposiciones desde el punto de vista de ambas libertades de circulación.

5. La «primacía» del Derecho de la Unión Europea y la autoridad de su intérprete

La conjunción del Derecho de la Unión Europea y los Derechos de los Estados miembros ha llevado a la construcción de un sistema jurídico peculiar, tanto por su estructura como por sus fuentes de producción, calificado de sistema «multinivel»[158], que constituye «un nuevo ordenamiento jurídico de Derecho internacional»[159]. Afirmándose que «la idea de una Unión de Derecho, el valor del Estado de Derecho, impone no sólo el respeto de los derechos fundamentales y la sujeción de las instituciones al control de la conformidad de sus actos con la Carta Constitucional que constituyen los Tratados y a los principios generales del Derecho, sino también la creación democrática del Derecho derivado de la Unión, lo que implica una participación igualitaria de todos los Estados miembros, ya sea directamente, a través de los miembros del Parlamento Europeo o de los representantes de los Estados miembros en el Consejo Europeo o en el Consejo, ya sea de forma indirecta en el marco de una delegación de competencias del Consejo o, posteriormente, del Parlamento y del Consejo»[160].

Ese sistema jurídico se ordena mediante la operatividad de dos principios, por una parte del de «autonomía» de los ordenamientos nacionales de los Estados miembros y, por otra parte, del de «primacía»[161] del Derecho de la Unión Europea. Concibiéndose la «primacía» del Derecho de la Unión «como técnica o principio normativo destinado a asegurar su efectividad»[162], que impone el Derecho de la Unión, «originario y derivado, sobre el interno», con «efecto directo para los ciudadanos»[163]. Al extremo de que «el órgano juris-

---

(157) SSTJUE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07, Comisión contra Italia, y de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión contra Portugal.

(158) SARRIÓN ESTEVE, J., «En búsqueda de límites constitucionales a la integración Europea», *RPD* (CEF), núm. 131, diciembre 2011, p. 84.

(159) A partir de las SSTJUE de 5 de febrero de 1963, asunto C-26/62, Van Gen en Loos, de 15 de julio de 1964, asunto C-6/64, Costa ENEL y de 19 de noviembre de 1991, asuntos acumulados 6/90 y 7/90, Francovich.

(160) Conclusión 30, de las presentadas por el Abogado General Sr. Pedro Cruz Villalón, el 21 de diciembre de 2011, en el asunto C-336/09 P, República de Polonia contra Comisión Europea.

(161) El principio de primacía del Derecho comunitario aparecía recogido en el artículo I-6 de la no nata Constitución Europea. Su contenido era el siguiente: «La Constitución y el Derecho adoptado por las instituciones de la Unión en el ejercicio de la competencias que se le atribuyen primaran sobre el Derecho de los Estados miembros». Aquel principio constituyó uno de los obstáculos mas importantes para dar cauce al consentimiento de los Estados miembros para la ratificación del Tratado por el que se pretendía establecer aquella Constitución para Europa. En algunos supuestos llevó a la necesidad de reformas constitucionales (como fue el caso de Francia), y en otros a plantear las dudas pertinentes al órgano constitucional competente.

(162) SSTC 28/1991, de 14 de febrero, y 64/1991, de 22 de marzo.

(163) SSTC 130/1995, de 11 de septiembre, y 58/2004, de 19 de abril.

diccional nacional encargado de aplicar, en el marco de su competencia, las disposiciones del Derecho de la Unión, está obligado a garantizar la plena eficacia de estas disposiciones dejando inaplicada en caso de necesidad, por su propia iniciativa, cualquier disposición nacional contraria, (…) sin solicitar o esperar la derogación previa de dicha disposición nacional por el legislador o mediante cualquier otro procedimiento constitucional»[(164)].

5.1. La «primacía» del Derecho de la Unión Europea

El principio de «primacía» del Derecho de la Unión Europea se complementa con la responsabilidad de los Estados miembros por los daños causados a los particulares como consecuencia de la violación o no adaptación de su Derecho interno al Derecho de la Unión Europea. La «primacía» del Derecho de la Unión, se acota al «ámbito del ejercicio de las competencias atribuidas a las instituciones europeas. Tal primacía no se afirma como superioridad jerárquica sino como una "exigencia existencial" de ese Derecho, a fin de lograr en la práctica el efecto directo y la aplicación uniforme en todos los Estados. Las coordenadas que así se establecen para la definición del ámbito de vigencia de ese principio son (…) determinantes para su entendimiento a la luz de las categorías constitucionales que nos son propias»[(165)].

Punto de partida es que la «primacía» del Derecho de la Unión respecto de los ordenamientos de los Estados miembros «se construye sobre los valores comunes de las Constituciones de los Estados integrados en la Unión y de sus tradiciones constitucionales». La «interpretación correcta» del principio de «primacía» del Derecho de la Unión Europea presupone el «respeto a la identidad de los Estados integrados en ella y de sus estructuras constitucionales básicas, y se funda en los valores que están en la base de las Constituciones de dichos Estados. Esa «primacía» se «contrae expresamente al ejercicio de las competencias atribuidas a la Unión Europea. No es, por tanto, una primacía de alcance general, sino referida exclusivamente a las competencias propias de la Unión», que «están delimitadas con arreglo al principio de atribución», y «opera, por tanto, respecto de competencias cedidas a la Unión por voluntad soberana» de los Estados miembros, «soberanamente recuperables» a través del procedimiento de «retirada voluntaria», previsto en los Tratados fundacionales, de tal manera que «la Unión debe ejercer sus competencias no exclusivas de conformidad con los principios de subsidiariedad y proporcionalidad», limitándose así el fenómeno de la expansividad competencial, propiciada por la naturaleza funcional y dinámica del Derecho de la Unión[(166)].

El Derecho de la Unión Europea se asienta en «una comunidad de Estados» y en una «comunidad de pueblos y de ciudadanos», y su configuración institucional constituye un elemento fundamental del llamado «acervo comunitario» o «acquis communautaire», que como tal se asume por todos Estados miembros desde su incorporación a la Unión Eu-

---

(164) SSTJUE de 9 de marzo de 1978, asunto 106/77, Simmenthal; de 19 de noviembre de 2009, asunto C-314/08, Filipiak, y de 5 de octubre de 2010, asunto C-173/09, Georgi Ivanov Elchinov y Natsionalna zdravnoosiguritelna kasa.

(165) Declaración del Tribunal Constitucional 1/2004, de 13 de diciembre.

(166) Los entrecomillados corresponden a la Declaración del Tribunal Constitucional 1/2004, de 13 de diciembre.

ropea, cuyos tratados constitutivos «no sólo establecen derechos y obligaciones para los Estados miembros y para los particulares, sino que además constituyen el elemento fundamental de lo que se ha dado en llamarse la Constitución (europea)»(167).

La asunción del principio de «primacía» ha sido desigual en los diferentes Estados miembros de la Unión Europea, habiéndose diferenciado desde el grupo que «acepta la primacía del Derecho de la Unión de forma incondicional»(168) hasta el que «acepta la primacía pero no lo hace de formas claramente incondicional»(169), pasando por aquellos que aceptan «la primacía del Derecho de la Unión, pero la limitan con reservas constitucionales o contralímites»(170). Nuestro ordenamiento se puede incluir en el grupo intermedio de los antes aludidos(171), habiendo reconocido nuestra jurisprudencia constitucional pacíficamente la primacía del Derecho de la Unión Europea 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(172).

---

(167) RODRÍGUEZ IGLESIAS, G. C., «Consideraciones sobre la formación de un Derecho Europeo», *CJ*, num. 200, abril-mayo 1999, p. 12, en donde además afirma que aquella concepción de los Tratados como una Constitución «no es simple afirmación retórica, sino que ha llevado al Tribunal de Justicia a consagrar su interpretación en un sentido que permite caracterizar a la (Unión Europea) como una comunidad de derecho, es decir como una comunidad en la que tienen plena vigencia los principios propios de un Estado de derecho (…). Los tratados constitutivos de las Comunidades Europeas no sólo establecen derechos y obligaciones para los Estados miembros y para los particulares, sino que además constituyen el elemento fundamental de lo que se ha dado en llamarse la Constitución de la (Unión Europea)»; Las SSTJUE de 18 de junio de 1991, asunto C-260/89, ERT, y de 29 de mayo de 1997, asunto C-299/95, Friedrich Kremzow contra Republik Österreich y en que interviene Wilfried Weh, afirmaron la vigencia absoluta del respeto a los derechos y libertades fundamentales de la Unión Europea.

(168) SARRIÓN ESTEVE, J., «En búsqueda de límites constitucionales a la integración Europea», *RDP* (CEF), núm. 131, diciembre 2011, p. 141, que incluye en este grupo a los Países Bajos, Luxemburgo, Austria y Suecia.

(169) SARRIÓN ESTEVE, J., *op. cit.* («En búsqueda de límites constitucionales a la integración Europea»), p. 141, que incluye en este grupo a Portugal, Finlandia, Grecia, Malta, Estonia, Eslovenia, Hungría, Bulgaria y Rumanía.

(170) SARRIÓN ESTEVE, J., *op. cit.* («En búsqueda de límites constitucionales a la integración Europea»), p. 141, que incluye en este grupo a Francia, Bélgica, Dinamarca, Reino Unido, Irlanda, Polonia, Chipre y República Checa.

(171) *Vid.* SARRIÓN ESTEVE, J., *op. cit.* («En búsqueda de límites constitucionales a la integración Europea»), p. 141, que precisa lo siguiente: «La doctrina jurisprudencial de los límites constitucionales o contralímites (…) consiste en limitar la primacía del Derecho de la Unión a la garantía de la tutela de los derechos fundamentales reconocidos en las respectivas Constituciones nacionales, la identidad nacional y la organización territorial».

(172) Indica el Tribunal Constitucional en su Declaración 1/2004, de 13 de diciembre, y en la que añade que el artículo 93 de nuestra Constitución «es sin duda soporte constitucional básico de la integración de otros ordenamientos con el nuestro, a través de la cesión del ejercicio de competencias derivadas de la Constitución, ordenamientos llamados a coexistir con el Ordenamiento interno, en tanto que ordenamientos autónomos por su origen. En términos metafóricos podría decirse que el artículo 93 de la Constitución Española opera como bisagra mediante la cual la Constitución misma da entrada en nuestro sistema constitucional a otros ordenamientos jurídicos a través de la cesión del ejercicio de competencias. De este modo se confiere al artículo 93 de la Constitución Española una dimensión sustantiva o material (…). Producida la integración debe destacarse que la Constitución no es ya el marco de validez de las normas comunitarias, sino el propio (Derecho de la Unión) cuya celebración instrumenta la operación soberana de cesión del ejercicio de competencias derivadas de aquélla, si bien la Constitución exige que el Ordenamiento aceptado como consecuencia de la cesión sea compatible con sus principios y valores básicos». Continúa precisando el Tribunal Constitucional en su Declaración 1/2004 que la integración de nuestro país en la Unión Europea, con cesión parcial de soberanía, posibilitada por el artículo 93 del texto constitucional, tiene a su vez «límites materiales que se imponen a la propia cesión», los cuales, aunque no recogidos expresamente en aquel precepto constitucional, «implícitamente se derivan de la Constitución y del sentido esencial del propio precepto, (y) se traducen en el respeto de la soberanía del

Ha de tenerse en cuenta que «primacía» y «supremacía» no se confunden. Esto es, «que nuestra Constitución es la norma suprema del Ordenamiento español es cuestión que, aun cuando no se proclame expresamente en ninguno de sus preceptos, se deriva sin duda del enunciado de muchos de ellos, entre otros de sus artículos 1.2, 9.1, 95, 161, 163, 167, 168 y disposición derogatoria, y es consustancial a su condición de norma fundamental; supremacía o rango superior de la Constitución frente a cualquier otra norma, y en concreto frente a los tratados internacionales»(173). De esa manera la proclamación de la «primacía» del Derecho de la Unión «no contradice la supremacía de la Constitución. Primacía y supremacía son categorías que se desenvuelven en órdenes diferenciados. Aquélla, en el de la aplicación de normas válidas; ésta, en el de los procedimientos de formación» (174).

La supremacía de nuestra Constitución «es, pues, compatible con regímenes de aplicación que otorguen preferencia aplicativa a normas de otro Ordenamiento diferente del nacional siempre que la propia Constitución lo haya así dispuesto, que es lo que ocurre exactamente con la previsión contenida en su artículo 93, mediante el cual es posible la cesión de competencias derivadas de la Constitución a favor de una institución internacional así habilitada constitucionalmente para la disposición normativa de materias hasta entonces reservadas a los poderes internos constituidos y para su aplicación a éstos. En suma, la Constitución ha aceptado, ella misma, en virtud de su artículo 93, la primacía del Derecho de la Unión en el ámbito que a ese Derecho le es propio»(175).

5.2. La «autoridad» del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

La «primacía» del Derecho de la Unión Europea no puede entenderse sin una referencia a la «autoridad» del Tribunal de Justicia, que puede concretarse, por una parte, en que «una sentencia dictada con carácter prejudicial por el Tribunal de Justicia vincula al juez nacional, por cuanto atañe a la interpretación o a la validez de los actos de las instituciones

---

Estado, de nuestras estructuras constitucionales básicas y del sistema de valores y principios fundamentales consagrados en nuestra Constitución».

(173) Declaración del Tribunal Constitucional 1/1992, de 1 de julio.

(174) Declaraciones del Tribunal Constitucional 1/1992, de 1 de julio, y 1/2004, de 13 de diciembre, añadiendo en esta última lo siguiente: «La supremacía se sustenta en el carácter jerárquico superior de una norma y, por ello, es fuente de validez de las que le están infraordenadas, con la consecuencia, pues, de la invalidez de éstas si contravienen lo dispuesto imperativamente en aquélla. La primacía, en cambio, no se sustenta necesariamente en la jerarquía, sino en la distinción entre ámbitos de aplicación de diferentes normas, en principio válidas, de las cuales, sin embargo, una o unas de ellas tienen capacidad de desplazar a otras en virtud de su aplicación preferente o prevalente debida a diferentes razones. Toda supremacía implica, en principio, primacía (de ahí su utilización en ocasiones equivalente) (…), salvo que la misma norma suprema haya previsto, en algún ámbito, su propio desplazamiento o inaplicación».

(175) Declaración del Tribunal Constitucional 1/2004, de 13 de diciembre, que precisa lo siguiente: «Así han sido las cosas entre nosotros desde la incorporación de España a las Comunidades Europeas en 1986. Entonces se integró en el Ordenamiento español un sistema normativo autónomo, dotado de un régimen de aplicabilidad específico, basado en el principio de prevalencia de sus disposiciones propias frente a cualesquiera del orden interno con las que pudieran entrar en contradicción. Ese principio de primacía, de construcción jurisprudencial, formaba parte del acervo comunitario incorporado en virtud de la Ley Orgánica 10/1985, de 2 de agosto, de autorización para la adhesión de España a las Comunidades Europeas, pues se remonta a la doctrina iniciada por el Tribunal de Justicia de las Comunidades con la Sentencia de 15 de julio de 1964 (Costa contra ENEL)».

de la Unión de que se trate, para la resolución del litigio principal»[176], y por otra parte en que «el artículo 267 TFUE otorga a los órganos jurisdiccionales nacionales una amplísima facultad para someter la cuestión al Tribunal de Justicia si consideran que un asunto pendiente ante ellos plantea cuestiones que exigen la interpretación o la apreciación de la validez de disposiciones del Derecho de la Unión necesarias para la resolución del litigio del que conocen»[177].

Aquella «autoridad» del Tribunal de Justicia de la Unión Europea no desmerece porque «la facultad reconocida al juez nacional por el artículo 267 TFUE, párrafo segundo, de solicitar una interpretación prejudicial del Tribunal de Justicia antes de dejar, llegado el caso, sin aplicar las instrucciones de un órgano jurisdiccional superior que resulten contrarias al Derecho de la Unión no pueda transformarse en una obligación»[178].

Sin embargo se refuerza la «autoridad» del Tribunal de Justicia cuando se repara en que «una norma de Derecho nacional, en virtud de la cual los órganos jurisdiccionales que no resuelven en última instancia están vinculados por las valoraciones efectuadas por el órgano jurisdiccional superior, no puede privar a aquéllos de la facultad de someter al Tribunal de Justicia cuestiones de interpretación del Derecho de la Unión al que se refieran tales valoraciones jurídicas (…), el órgano jurisdiccional nacional que no resuelve en última instancia debe tener la libertad de someterle las cuestiones que le preocupan, si considera que la valoración jurídica efectuada por el órgano de rango superior pudiera llevarle a dictar una sentencia contraria al Derecho de la Unión»[179].

Además «el juez nacional, que haya ejercido la facultad que le otorga el artículo 267 TFUE, párrafo segundo, está vinculado, a la hora de resolver el litigio principal, por la interpretación de las disposiciones de que se trate realizada por el Tribunal de Justicia y debe, en su caso, dejar de lado las valoraciones del órgano jurisdiccional superior si, habida cuenta de la antedicha interpretación, estima que las referidas valoraciones no son compatibles con el Derecho de la Unión»[180].

---

(176) SSTJUE de 24 de junio de 1969, asunto 29/68 Milch-, Fett-und Eierkontor contra Hauptzollamt Saarbrücken; de 3 de febrero de 1977, asunto 52/76, Benedetti, de 14 de diciembre de 2000, asunto C-446/98, Fazenda Pública, de 5 de octubre de 2010, asunto C-173/09, Georgi Ivanov Elchinov y Natsionalna zdravnoosiguritelna kasa, y Auto de 5 de marzo de 1986, asunto 69/85, Wünsche.

(177) SSTJUE de 16 de enero de 1974, asunto 166/73, Rheinmühlen-Düsseldorf; de 27 de junio de 1991, asunto C-348/89, Mecanarte, de 10 de julio de 1997, asunto C-261/95, Palmisani, de 16 de diciembre de 2008, asunto C-210/06, Cartesio, de 22 de junio de 2010, asuntos acumulados C-188/10 y C-189/10, Melki y Abdeli, y de 5 de octubre de 2010, asunto C-173/09, Georgi Ivanov Elchinov y Natsionalna zdravnoosiguritelna kasa.

(178) SSTJUE de 19 de enero de 2010, asunto C-555/07, Kücükdeveci, y de 5 de octubre de 2010, asunto C-173/09, Georgi Ivanov Elchinov y Natsionalna zdravnoosiguritelna kasa.

(179) SSTJUE de 16 de enero de 1974, asunto 166/73, Rheinmühlen-Düsseldorf; de 16 de diciembre de 2008, asunto C-210/06, Cartesio, de 9 de marzo de 2010, asunto C-378/08, ERG y otros, de 22 de junio de 2010, asuntos acumulados C-188/10 y C-189/10, Melki y Abdeli, y de 5 de octubre de 2010, asunto C-173/09, Georgi Ivanov Elchinov y Natsionalna zdravnoosiguritelna kasa.

(180) STJUE de 5 de octubre de 2010, asunto C-173/09, Georgi Ivanov Elchinov y Natsionalna zdravnoosiguritelna kasa.

V. JUSTIFICACIÓN Y PROSCRIPCIÓN DEL MANTENIMIENTO DE «ACCIONES PRIVILEGIADAS», «ACCIONES DE ORO» O «GOLDEN SHARES» POR EL ESTADO, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, EN EMPRESAS PRIVATIZADAS

La creación de derechos especiales aparejados a «acciones privilegiadas», mantenidas por el Estado, directa o indirectamente en empresas privatizadas, «acciones de oro» o «golden shares», al no resultar de la aplicación normal de los respectivos Derechos nacionales de sociedades, ha sido objeto de atención por la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, cuestionándose si constituían medidas estatales contrarias a las libertades fundamentales europeas de circulación establecidas en los artículos 49 y 63 TFUE (libertad de establecimiento y libre circulación de capitales).

1. Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea justificativa del mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», por el Estado en empresas privatizadas

Con fecha 4 de junio de 2002, El Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictó sentencia en el asunto C-503/99, proceso seguido a instancia de la Comisión Europea contra el Reino de Bélgica[181]. Aquel Estado miembro, mediante Reales Decretos de 10 y 16 de junio de 1994, había creado a favor del Estado «acciones específicas» en la Société nationale de transport par canalisations (S.N.T.C.) y en la Société de Distribution du Gaz (Distigraz). Acciones que le otorgaban «derechos especiales», sustancialmente iguales en ambos casos, y que se concretaban en que, por una parte, cualquier cesión, pignoración o cambio de destino de los activos estratégicos de aquellas sociedades debía ser notificado previamente al Ministro competente (de tutela), el cual podía oponerse a semejantes operaciones si consideraba que atentaban a los intereses nacionales en el ámbito de la energía, y, por otra parte, le facultaban para designar dos representantes del Gobierno federal en el Consejo de administración de las indicadas sociedades, los cuales podían, a su vez, proponer al Ministro la anulación de cualquier decisión que considerasen contraria a la política energética del país[182].

---

(181) Apoyado por el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

(182) Según alegó la Comisión en aquel asunto sometido a la consideración del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, la normativa que había creado aquellas «acciones específicas» del Reino de Bélgica en S.T.N.C. y Distigraz y que sustancialmente otorgaban al aquel Estado un derecho de oposición tanto a determinadas operaciones (toda cesión, pignoración o cambio de destino de las canalizaciones) en relación con determinados activos considerados estratégicos, como en relación con precisas decisiones de gestión que se considerasen contrarias a las líneas directrices de política energética del país, infringían el Derecho de la Unión Europea porque aun cuando no se aplicasen de manera discriminatoria obstaculizaban el derecho de establecimiento de los nacionales de otros Estados miembros y además la libre circulación de capitales en el interior de la Comunidad, haciendo en todo caso menos atractivo el ejercicio de tales libertades. No estando, por otra parte, incluidas en las excepciones admitidas por el Tratado CE (ahora TFUE) ni justificadas por razones imperiosas de interés general, no respondiendo a criterios objetivos, estables y públicos conducentes a reducir al mínimo el poder discrecional de las autoridades nacionales. Por su parte el Reino de Bélgica negó aquellas imputaciones, alegando que las eventuales restricciones aludidas por la Comisión estarían, en todo caso, justificadas tanto por la excepción de seguridad pública como por motivos de interés general, no existiendo un medio menos restrictivo para alcanzar los fines y objetivos perseguidos. Por ello, indicaba el Gobierno *a quo*, los derechos atribuidos al Estado Belga eran en todo caso respetuosos con los criterios de necesidad y proporcionalidad, debiendo ejercitarse de

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea considerando que el Derecho de la Unión garantizaba la libre circulación de capitales entre Estados miembros y con terceros países, prohibiendo todas las restricciones a los movimientos de capitales[183], efectúa la siguiente afirmación general:

Que si bien «no es posible ignorar las preocupaciones que pueden, en función de las circunstancias, justificar que los Estados miembros conserven cierta influencia en las empresas inicialmente públicas que se privaticen posteriormente, cuando estas empresas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general. Tales preocupaciones no autorizan, sin embargo, a los Estados miembros a alegar sus regímenes de propiedad[184] para justificar obstáculos a las libertades previstas en el (Derecho de la Unión) que sean consecuencia de privilegios que se les atribuyan en su condición de accionistas de una empresa privatizada».

Precisando que la normativa de la Unión que permitía a los Estados miembros alegar sus regímenes de la propiedad no sustraía los regímenes de la propiedad existentes en los Estados miembros a la aplicación de las normas fundamentales del Derecho de la Unión[185], y añadiendo las siguientes consideraciones:

a) Que la libre circulación de capitales «como principio fundamental del Tratado» sólo podía limitarse mediante una normativa nacional justificada por razones de seguridad o por razones imperiosas de interés general[186] que se aplicase a cualquier persona o empresa que ejerciera una actividad en el territorio del Estado miembro de acogida, debiendo además aquella normativa nacional ser adecuada al objetivo perseguido por ella y no ir más allá de lo necesario para alcanzarlo (criterio de proporcionalidad)»[187].

b) Que «las exigencias impuestas por la seguridad pública deben, en particular por constituir una excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones (de la Unión Europea). Por tanto, la seguridad pública sólo puede invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad»[188], tras reconocer que «garantizar la seguridad del abastecimiento energético en caso de crisis, respondería a un interés público legítimo».

---

forma motivada, exponiendo los elementos de hecho y de derecho en los que se basase la decisión finalmente adoptada, todo sin perjuicio de la posibilidad de poderse interponer los correspondientes recursos de anulación, en su caso.

(183) Acudiendo a la Directiva 88/361, que diferenciaba entre inversiones directas y en cartera, consideró que todas ellas constituían «movimientos de capitales».

(184) Referidos en el antiguo artículo 222 del Tratado CE, posterior artículo 295 CE, y ahora artículo 345 TFUE, cuyo tenor literal es el siguiente: «Los Tratados no prejuzgan en modo alguno el régimen de la propiedad en los Estados miembros».

(185) STJUE de 1 de junio de 1999, asunto C-302/97, Konle.

(186) La sentencia se refiere al artículo 73 D, del Tratado, que tras el Tratado de Ámsterdam pasó a numerarse artículo 58 CE, actualmente artículo 65 TFUE.

(187) SSTJUE de 14 de diciembre de 1995, Sanz de Lera, asuntos acumulados C-163/94, C-165/94 y C-250/94, y de 14 de marzo de 2000, Église de scientologie, asunto C-54/88.

(188) STJUE de 14 de marzo de 2000, asunto C-54/99, Église de scientologie.

c) Que en un sistema como el que era objeto de consideración, el derecho de veto reposaba sobre el principio del respeto a la autonomía de decisión de la empresa, al contrario de lo que sucedería si se tratase de una sistema de aprobación previa, y que además se limitaba a ciertas decisiones que afectasen a activos estratégicos de aquellas sociedades, en particular a las redes energéticas, así como a decisiones de gestión específicas relativas a tales activos puntualmente cuestionables, pudiendo producirse las intervenciones de la autoridad ministerial únicamente en el supuesto en que peligrasen los objetivos de política energética, debiendo motivarse formalmente y, por ello, ser objeto de un control jurisdiccional efectivo.

Tomando en cuenta el Tribunal de Justicia de la Unión Europea que el sistema nacional objeto de consideración permitía, «sobre la base de criterios objetivos y controlables por los órganos jurisdiccionales, garantizar la disponibilidad efectiva de las canalizaciones que (constituían) grandes infraestructuras de transporte interior de los productos energéticos»[(189)], y que aquel sistema ofrecía al Estado la posibilidad de intervenir para garantizar, en una situación de crisis, «el cumplimiento de las obligaciones de servicio público» que incumbían a S.T.N.C. y a Distrigraz, «al mismo tiempo que se (respetaban) las exigencias impuestas por la seguridad jurídica». Resolvió que aquella normativa se hallaba «justificada por el objetivo» consistente en «garantizar la seguridad del abastecimiento energético en caso de crisis».

Esta sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea tiene una indudable importancia en el panorama de las «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» mantenidas, directa o indirectamente, por el Estado en empresas privatizadas, bien que resulte excepcional o una auténtica «singularidad», en la medida en que es la única resolución de aquel Tribunal favorable a la conservación y utilización de tales acciones y privilegios. Al extremo de que en otras dos resoluciones de la misma fecha, 4 de junio de 2002, dictadas en los asuntos C-367/98, Comisión de las Comunidades Europeas contra la República Portuguesa, y C-483/99, Comisión de las Comunidades Europeas contra la República Francesa[(190)], ese mismo Tribunal resolvió en sentido diametralmente opuesto.

2. Proscripción por la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea del mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» por el Estado, directa o indirectamente, en empresas privatizadas

Es amplia la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea que se opone al mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», directa o indirectamente, por el Estado en empresas privatizadas, que aquel Tribunal ha desarrollado en una serie de resoluciones, cuya fundamentación es similar pero no idéntica[(191)], habida cuenta de que los supuestos de hecho sometidos a la consideración del Tribunal de Justicia fueron, en ocasiones, señaladamente diferentes.

---

(189) Como asimismo de otras infraestructuras para el transporte interior y almacenamiento de gas, incluyendo puntos transfronterizos y de desembarco.

(190) Apoyada por el Reino de España, el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

(191) Tratando el criterio de identidad en sentido impropio, o vulgarizando del término.

2.1. Criterios generales de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea se ha mostrado contrario, en una extensa jurisprudencia, al mantenimiento por el Estado, directa indirectamente, de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», en empresas privatizadas. La fundamentación jurídica de las resoluciones jurisdiccionales dictadas no fue en todos los casos idéntica, dependiendo naturalmente de las peculiaridades de la legislación nacional enjuiciada, del supuesto de hecho considerado en cada caso y de las características peculiares de cada uno de los asuntos. No obstante, de aquel conjunto de resoluciones jurisdiccionales puede inferirse un cuerpo de doctrina general uniforme, debiendo destacarse sus últimos desarrollos, así como los supuestos paradigmáticos.

2.1.1. Doctrina general

Un supuesto general y ejemplar lo constituye la resolución jurisdiccional dictada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea el 4 de junio de 2002, en el asunto C-367/98, Comisión de las Comunidades Europeas contra la República Portuguesa. En aquel asunto la normativa controvertida se concretaba en la ley marco portuguesa de privatizaciones (Ley núm. 11/90), de 5 de abril de 1990, así como en los Decretos-leyes 389/93 y 65/94, relativos a la privatización de empresas, adoptados en aplicación de la indicada ley marco, a tenor de los cuales se podían limitar la cantidad de acciones susceptibles de ser adquiridas o suscritas por las entidades extranjeras o de capital mayoritariamente extranjero, así como establecer tanto límites a la cuota máxima de participación en el capital social de determinas sociedades como a su control, imponiéndose en su caso la venta forzosa, salvo autorización estatal, de las acciones que superasen aquellos límites o posibilitasen el control.

Según indicó el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en la aquella resolución:

— La «prohibición de que los inversores de otro Estado miembro (adquirieran) acciones en ciertas empresas portuguesas por encima de determinado límite (suponía) un trato desigual de los nacionales de otros Estados miembros, que (limitaba) la libre circulación de capitales».

— La necesidad de obtener una autorización previa para poder superar esos límites, «aunque no (daba) lugar a un trato desigual (podía) impedir la adquisición de acciones de las empresas afectadas y disuadir a los inversores de otros Estados miembros de invertir en el capital de dichas empresas».

— En consecuencia, (podía) «hacer que la libre circulación de capitales (fuera) ilusoria».

Por todo ello declaró la normativa objeto de controversia contraria al Derecho de la Unión Europea. En primer lugar porque el sistema de autorización administrativa considerado no era admisible, en cuanto que un sistema de tal naturaleza «debe ser proporcionado respecto del fin perseguido, de forma que no pueda alcanzarse el mismo objetivo con medidas menos restrictivas, en particular, mediante un sistema de declaraciones *a posteriori*», lo que no acontecía en aquel caso. En segundo lugar porque ningún motivo de naturaleza económica o intereses financieros, y de esa naturaleza habían sido alegados en defensa de

aquella legislación nacional, y además, aunque hubiesen sido alegados, no podían, en ningún caso, «constituir una justificación válida de restricciones» de una libertad fundamental del Derecho de la Unión Europea.

El 13 de mayo de 2003 el Tribunal de Justicia de la Unión Europea emitió sentencia en el asunto C-463/00, Comisión Europea contra Reino de España, en la que trató sobre si acaso la Ley 5/1995, y los Reales Decretos dictados en su desarrollo, y por los que se sometían a la autorización previa estatal determinados acuerdos[192] de concretas sociedades mercantiles privatizadas, resultaban compatibles con el Derecho de la Unión Europea.

Indica el Tribunal de Justicia en esta última resolución que, «si bien (era) cierto que las restricciones controvertidas referentes a las operaciones de inversión (eran) indistintamente aplicables tanto a residentes como a los no residentes, (resultaba) necesario señalar que (afectaban) a la situación del adquirente de una participación como tal, de modo que (podían) disuadir a los inversores de otros Estados miembros a efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado». Afirmando:

— Que una normativa[193] «que (limitaba) la adquisición de participaciones (constituía) una restricción a la libre circulación de capitales (…), en el sentido del artículo 63 TFUE»[194].

— Que «las restricciones a la libertad de establecimiento impuestas por (aquella) normativa (eran) consecuencia directa de los obstáculos a la libre circulación de capitales, a los que se encontraban indisociablemente ligadas».

En la referida resolución jurisdiccional el Tribunal de Justicia efectúa algunas afirmaciones de alcance y carácter general que, aunque reiterativas de las sentadas en la STJUE de 4 de junio de 2002, asunto C-503/99, Comisión Europea contra el Reino de Bélgica, por utilizarse para proscribir, que no para justificar, la posición de privilegio del Estado, como sucedió en aquel otro asunto, asumen un nueva dimensión. Por esa circunstancia, y porque constituyen una amplia y expresiva fundamentación, merecen ser recogidas, y son las siguientes:

a) Que si bien «no es posible ignorar las preocupaciones que pueden, en función de las circunstancias, justificar que los Estados miembros conserven cierta influencia en las empresas inicialmente públicas que se privaticen posteriormente, cuando dichas empresas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general[195], (no obstante) tales preocupaciones no autorizan, sin embargo, a los Estados

---

(192) Relativos a: 1) la disolución, la escisión o fusión de la entidad; 2) la enajenación o el gravamen de los activos o participaciones sociales necesarias para el cumplimiento del objeto social; 3) la sustitución del objeto social; 4) los actos de disposición sobre el capital social que determinasen la reducción de la participación del Estado en un porcentaje igual o superior al 10%; 5) la adquisición de participaciones sociales que tuviesen por consecuencia la disposición sobre, al menos, el 10% del capital social, cuando la participación estatal se redujese al menos en un 10% del capital social, quedando por debajo del 50%, o se redujese a menos de un 15% del capital social.

(193) «Como el artículo 3, apartado 2, de la Ley 5/1995», o «basada, por un lado, en el artículo 3, apartado 2, de la Ley 5/1995 y, por otro lado, en el apartado 1 de dicho artículo».

(194) SSTJCE de 24 de junio de 1986, asunto 157/85, y de 27 de octubre de 2005, asunto C-329/03.

(195) Destacando el Tribunal de Justicia de la Unión Europea que la empresa Tabacalera S.A., que producía tabaco, y Corporación Bancaria Española, S. . (Agentaria), integrada por bancos comerciales que operaban en el sector

miembros a alegar sus regímenes de propiedad, contemplados en el artículo 345 TFUE, para justificar obstáculos a las libertades previstas por el Tratado que sean consecuencia de privilegios que se les atribuyan en su condición de accionistas de una empresa privatizada (…) dicho artículo no sustrae los regímenes de propiedad existentes en los Estados miembros a la aplicación de las normas Fundamentales del (Derecho de la Unión Europea)».

b) Que «la libre circulación de capitales, como principio fundamental del Tratado, sólo puede limitarse mediante una normativa nacional si ésta se halla justificada por razones contempladas en el artículo 65 TFUE, apartado 1, o por razones imperiosas de interés general. Además, para que pueda justificarse de esta manera, la normativa nacional en cuestión debe ser adecuada para garantizar la realización del objetivo que persigue y no ir más allá de lo necesario para alcanzarlo, a fin de respetar el principio de proporcionalidad».

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en su sentencia de 28 de septiembre de 2006, dictada en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión Europea contra el Reino de los Países Bajos, falló en contra de la tenencia de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» por los Estados miembros en empresas privatizadas. En aquel asunto resultaba que el Estado neerlandés poseía una «acción especial» en cada una de las empresas resultantes de un proceso de privatización[196], Koninklijke KPN NV (KPN) y TPG NV (TPG), que le conferían derechos singulares y excepcionales de aprobación previa, respecto a determinados acuerdos de los órganos sociales. En virtud de precisos convenios con KPN y TPG (Afspraken op Hoofdlijnen KPN y TPG), el Estado neerlandés se obligó, por un lado, a utilizar la acción especial que poseía en KPN únicamente si sus intereses como accionista importante lo requerían y, por otro lado, a utilizar la que poseía en TPG únicamente en esa misma hipótesis o si la protección del interés general inherente a la garantía del servicio postal universal lo exigía, comprometiéndose además a no utilizar los derechos que le conferían esas acciones especiales para proteger a las sociedades interesadas contra un cambio de control no deseado.

---

bancario tradicional y de los que no se alega que efectuasen taras propias de un banco central o de un órgano similar, no constituían entidades destinadas a prestar servicios públicos. En cuanto a las otras tres entidades que operaban en los sectores del petróleo, las telecomunicaciones y la electricidad, indicó el Tribunal de Justicia que si bien no podía negarse que el objetivo de garantizar, en caso de crisis, la seguridad del abastecimiento de tales productos o la prestación de tales servicios podía constituir una razón de seguridad pública, de modo que podía eventualmente justificar un obstáculo a la libre circulación de capitales, no obstante las exigencias impuestas por la seguridad pública debían, por constituir un excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no podía determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones de la comunidad. Por tanto, concluyó aquel Tribunal de Justicia, que «la seguridad pública solo podía invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que (afectase) a un interés fundamental de la sociedad».

(196) Que fue el siguiente, la empresa estatal neerlandesa de correos, telégrafos y teléfonos se transformó en una sociedad anónima, denominada Koninklijke PTT Nederland NV (PTT), la cual, a su vez, se privatizó parcialmente mediante la venta, en 1994, de un primer paquete de acciones equivalente al 30% de su capital, y posteriormente, en 1995, de un segundo paquete de acciones equivalente al 20% de éste, modificándose sus estatutos para introducir una acción especial, denominada «golden share», en beneficio del Estado neerlandés. Posteriormente, en 1989, PTT se escindió a su vez en dos sociedades independientes, Koninklijke KPN NV (KPN), dedicada a las telecomunicaciones, y TNT Post Groep NV, posteriormente TPG NV (TPG), dedicada a los servicios postales. Con motivo de esta escisión, la acción especial que poseía el Estado neerlandés en PTT se modificó para que dicho Estado dispusiese de una acción especial en cada una de las dos sociedades nuevas.

Parte el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en aquella sentencia de la afirmación de que el Derecho de la Unión Europea «prohíbe de manera general las restricciones a los movimientos de capitales entre los Estados miembros»(197), y de que al no existir en el Derecho originario de la Unión una definición de movimientos de capitales, lo constituyen tanto las inversiones «en forma de participación en un empresa mediante la posesión de acciones que confieran la posibilidad de participar de manera efectiva en su gestión y control (inversiones denominadas «directas») como la adquisición de títulos en el mercado de capitales efectuada con la única intención de realizar una inversión, pero sin intención de influir en la gestión y control de la empresa (inversiones denominadas «de cartera»)(198), concluyendo que constiyen «restricciones» a los movimientos de capitales todas «las medidas nacionales que puedan impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores de los demás Estados miembros de invertir en el capital de éstas»(199).

Como aquellas «acciones especiales» habían sido creadas únicamente a «consecuencia de decisiones adoptadas por el Estado con motivo de la privatización de ambas sociedades para asegurarse el mantenimiento de ciertos derechos estatutarios especiales», constituían, a juicio del Tribunal de Justicia, un supuesto paradigmático de «golden shares»(200), a pesar de los acuerdos alcanzados por el Estado con KPN y con TPG, que restringían a supuestos concretos la utilización por el Estado de los derechos que le confería la «acción de oro»

---

(197) Precisa el abogado General, Sr. M. Poiares Maduro, en su conclusión 22 de las presentadas el 6 de abril de 2006, en aquel asunto, a propósito de la afirmación del Gobierno demandado de que las acciones especiales las poseía el Estado neerlandés no en su calidad de autoridad pública, sino como accionista particular, y que las acciones de oro o «acciones privilegiadas» eran corrientes en el derecho de sociedades neerlandés, lo siguiente: a) Que «las normas del Tratado en materia de libre circulación de personas, servicios y capitales imponen obligaciones a las autoridades de los Estados miembros, independientemente de si éstas actúan en su calidad de autoridad pública o como entidad de derecho privado»; b) Que «los Estados miembros están sujetos a las normas sobre libre circulación, de las que son claros destinatarios»; c) Que «en la medida en que tales normas no crean obligaciones para los particulares, los Estados miembros, cuando actúan como operadores del mercado, pueden estar sujetos a restricciones que no se aplican a otros»; d) Que «a los efectos de determinar si se restringe la libre circulación de capitales cuando el Estado goza de especiales poderes en la empresa, es irrelevante el modo en que tales poderes se conceden o la forma jurídica que adoptan»; e) Que «el hecho de que un Estado miembro actúe dentro del marco de su Derecho de sociedades no significa que sus facultades especiales no puedan constituir una restricción en el sentido del artículo 56 CE (actual artículo 63 TFUE)»; f) Que «aun cuando las autoridades públicas (…) estuvieran exentas de la aplicación del artículo 56 CE (actual artículo 63 TFUE) cuando actúan como cualquier otro accionista, con arreglo al Derecho común de sociedades, habría que plantearse si la normativa que permite que ciertos accionistas obtengan determinados derechos especiales para protegerse de las reglas del mercado puede constituir en sí misma una restricción de la libre circulación de capitales». Añadiendo que una normativa de ese tipo podía restringir el acceso al capital en el mercado nacional, al proteger la posición de determinados operadores que hubieran adquirido un bastión en dicho mercado, siendo probable además que dichos accionistas fueran, además, accionistas nacionales.

(198) Refiriéndose el Tribunal de Justicia al «valor indicativo la nomenclatura anexa a la Directiva 88/361/CEE, del Consejo, de 24 de junio de 1988».

(199) *Vid.* STJCE de 4 de junio de 2002, asunto C-483/99, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Francesa.

(200) «Cuando el Estado privatiza una empresa, la libre circulación de capitales exige que se proteja su autonomía económica, a menos que exista una necesidad de salvaguardar intereses públicos esenciales reconocidos por el Derecho (de la Unión). Así pues, cualquier tipo de control estatal de una empresa privatizada, siempre que sea ajeno a los mecanismos habituales del mercado, debe estar vinculado a la realización de las actividades de interés económico general asociadas a dicha empresa», afirma el Abogado General Sr. Poiares Maduro en la conclusión 30 de las presentadas el 6 de abril de 2006, en ese asunto.

o «golden share» que respectivamente poseía en una y otra sociedad. Entendiendo el Tribunal de Justicia que debían calificarse como medidas estatales incluidas en el ámbito de aplicación de la libre circulación de capitales, aun teniendo en cuenta que los privilegios que aquellas acciones especiales conferían al Estado neerlandés no eran «ni demasiado aleatorios ni demasiado indirectos como para constituir un obstáculo a la libre circulación de capitales».

Las indicadas «acciones especiales», afirmó el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, podían «disuadir a los inversores de los demás Estados miembros», pues, en efecto, en virtud de tales «acciones especiales» una serie de decisiones de gestión no cotidiana, sino de gran transcendencia, adoptables por los órganos de KPN y TPG, relativas tanto a las actividades de ambas sociedades como a su propia estructura (en especial la fusión, escisión o disolución), estaban sometidas y dependían de la previa aprobación del Estado neerlandés. De tal manera que aquellas acciones especiales conferían al Estado neerlandés «una influencia decisiva en la gestión de KNP y TPG» que no estaba justificada por la magnitud de su inversión, que resultaba así ser sensiblemente superior a la que su participación ordinaria en dichas sociedades le permitiría normalmente ejercer, limitando consecuentemente la «influencia de los demás accionistas con relación a la importancia de su participación en KPN y TPG». Acciones especiales que además únicamente podían «amortizarse con el acuerdo del Estado neerlandés».

Así pues, «al supeditar decisiones de tal importancia a la aprobación previa del Estado neerlandés», afirmó el Tribunal de Justicia en aquella sentencia, no sólo se limitaba la posibilidad de que los demás accionistas participasen efectivamente en la gestión de aquellas sociedades privatizadas, sino que esas mismas «acciones privilegiadas» también podían tener una «influencia negativa en las inversiones directas». Lo cual se añadía al efecto disuasorio que podían ejercer sobre las «inversiones de cartera» en KPN y TPG, puesto que la posible negativa del Estado neerlandés a aprobar una decisión importante, que según los órganos sociales resultase beneficiosa para los intereses de aquellas sociedades, podía pesar sobre el valor bursátil de las acciones y, por tanto, «sobre el aliciente de una inversión en tales acciones». El mero riesgo de que el Estado neerlandés ejercitase sus prerrogativas para perseguir intereses que no concordasen con los intereses económicos de la sociedad «podría desincentivar las inversiones directas o de cartera en ésta».

Trata explícitamente el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en esta resolución, del complejo y espinoso tema de la posible colisión de los intereses particulares de las sociedades en cuestión con los intereses generales[201], indicando, en relación con el concreto asunto objeto de su atención, que, por una parte, no podía «descartarse que, en determinadas circunstancias particulares, el Estado neerlandés (ejerciese) sus derechos especiales para defender intereses generales, que (podían) ser contrarios a los intereses de la sociedad de que se trate», y que, por otra parte, «las acciones especiales controvertidas entrañaban, por lo tanto, el riesgo de que dicho Estado (bloquease) decisiones que los órganos de tales sociedades (hubiesen) preconizado por responder a los intereses económicos de éstas».

---

(201) Por virtud del «principio del respeto de la autonomía de decisión de la empresa». El Estado debe (…) identificar el interés público concreto que merece protección», precisa el Abogado General Sr. Poiares Maduro, en su conclusión 32 de las presentadas el 6 de abril de 2006, en este asunto.

Resolviendo que, en definitiva, los privilegios que conllevaban aquellas «golden shares» podían atentar a la realización efectiva de la libertad de establecimiento, así como contrariar la libre circulación de capitales, habida cuenta además que ambas libertades se encontraban indisociablemente ligadas.

2.1.2. El «principio de proporcionalidad» o «test de adecuación»

En tesis general el «principio de proporcionalidad» ha venido constituyendo uno de los «principios generales» del ordenamiento jurídico de la Unión Europea, necesario y clave para poder construir el «sistema jurídico multinivel» europeo. Por ello a su luz ha de medirse toda posible pretensión de justificación, y consiguiente legalidad, de cualesquiera facultades exorbitantes inherentes a las «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» mantenidas o atribuidas los Estados miembros de la Unión Europea en las empresas privatizadas, así como de los sistemas normativos mediante los que se proceda a su creación, se permitan o autoricen.

Según el Tribunal de Justicia de la Unión Europea no se justifica la utilización de los «derechos especiales» por los Estados miembros, dimanantes de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», con la finalidad de prohibir las adquisiciones de acciones o paquetes accionariales, elevándose así la participación estatal en el capital social de aquellas sociedades privatizadas que operen en sectores de interés público o estratégicos, o cualquier otra adquisición que confiera una influencia significativa sobre dichas sociedades, puesto que aquellas adquisiciones o posibilidades de influencia, en sí mismas y por sí mismas, no constituyen una amenaza real o potencial y suficientemente grave para la el interés general, la seguridad pública o el funcionamiento de cualquier servicio público.

El 26 de marzo de 2009, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictó sentencia en el asunto C-326/07, Comisión Europea contra República Italiana, en el que se cuestionaba la justificación, procedencia y legalidad de los derechos especiales introducidos por el Decreto-ley italiano núm. 332/1994. En esa resolución el Tribunal de Justicia de la Unión Europea se preocupó especialmente del «principio de proporcionalidad» o «test de adecuación».

Según aquella resolución del Tribunal de Justicia, si bien «la libre circulación de capitales puede verse limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 65 TFUE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones (de la Unión Europea) de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses», porque «a falta de esta armonización (de la Unión Europea), corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel». Sin embargo «sólo pueden hacerlo dentro de los límites trazados por (la normativa Europea) y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo».

El Tribunal de Justicia convierte, a la postre y en virtud del anterior razonamiento, al «principio de proporcionalidad» en el elemento clave para el ejercicio legítimo de los «derechos especiales» estatales vinculados a las «acciones privilegiadas», «golden shares» o «acciones de oro». Resultando el «principio de proporcionalidad» de tal importancia

que, precisa el Tribunal de Justicia, debe observarse en cualquier sector económico de disponibilidad para los Estados miembros y determinado por los mismos, siendo aplicable incluso en aquellos otros ámbitos que, habiendo sido objeto de armonización, la legislación de la Unión Europea hubiese dejado a los Estados miembros un cierto margen de apreciación(202).

En el asunto objeto de consideración por el Tribunal de Justicia, en aquella sentencia de 26 de marzo de 2009, los «derechos especiales» del Estado *a quo* conllevaban «poderes de intervención» que no se hallaban sujetos a ninguna requisito o condición, a salvo una difusa y genérica referencia a la protección de los intereses nacionales, sin que se concretasen las circunstancias específicas y objetivas en las que podrían ejercerse. Por ello entendió el Tribunal de Justicia que tales poderes, considerados «en su mera potencialidad de actualización y, por supuesto su actuación», vulneraban las libertades fundamentales de establecimiento y circulación de capitales. La misma consideración mereció al Tribunal de Justicia el «derecho especial de veto» que también atribuía al Estado la normativa nacional cuestionada, respecto de determinados acuerdos y decisiones societarias, entendiendo que, dada su configuración legal(203), permitía al Estado su «ejercicio desproporcionado».

2.1.3. La restricción de los derechos de voto sin limitaciones para la adquisición de acciones

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en su sentencia de 14 de febrero de 2008, dictada en el asunto C-274/06, Comisión Europea contra Reino de España, resuelve sobre la demanda de la Comisión según la cual el Estado español habría incumplido las obligaciones que le incumbían en virtud del artículo 63 TFUE, al haber mantenido en vigor las medidas previstas en la Disposición Adicional vigésima séptima de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre(204), que limitaba y sometía al control del Estado el ejercicio de los derechos políticos accionariales de entidades públicas y entidades participadas mayoritariamente o controladas, en cualquier forma, por entidades o Administraciones públicas, que directa o indirectamente tomasen el control o adquirieran participaciones significativas de sociedades de ámbito estatal que realizasen actividades en los mercados energéticos(205).

---

(202) Exigiéndose que las medidas adoptadas sean adecuadas para alcanzar los objetivos perseguidos, dado que el ejercicio de los «derechos especiales» estatales puede no ser adecuado para alcanzar los objetivos perseguidos cuando se dé ausencia de un vínculo entre los concretos criterios referidos a intereses generales (que en ese caso eran el aprovisionamiento mínimo de recursos energéticos y de bienes esenciales para la colectividad, la continuidad del servicio público, la seguridad de las instalaciones utilizadas en el marco de servicios públicos esenciales, la defensa nacional, la protección del orden público y de la seguridad y las urgencias sanitarias) y aquellos derechos especiales.

(203) La normativa nacional correspondiente no precisaba las circunstancias concretas que permitían ejercerlo, por ello los inversores no podían saber cuándo podría aplicarse, circunstancia propiciatoria de que finalmente se considerase por el Tribunal de Justicia que tales situaciones eran potencialmente numerosas, indeterminadas e indeterminables, dejando un amplio y «desproporcionado» poder de apreciación a las autoridades estatales.

(204) De Medidas fiscales, administrativas y del orden social, en la redacción dada a la misma por el artículo 94 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre.

(205) Según aquella Disposición Adicional 27: «1. Las entidades o personas de naturaleza pública y las entidades de cualquier naturaleza, participadas mayoritariamente o controladas en cualquier forma por entidades o Administraciones públicas, cualquiera que sea la forma jurídica que adopten, que directa o indirectamente tomen el control o

Recuerda el Tribunal de Justicia que el artículo 63 TFUE «instaura la libre circulación de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros Estados. A tal efecto, dicho artículo precisa que quedan prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros Estados», y que al no existir en el Tratado una definición del concepto de «movimiento de capitales» en el sentido del precitado artículo, se ha reconocido un «valor indicativo a la nomenclatura anexa a la Directiva 88/361/CEE del Consejo, de 24 de junio de 1988».

Por ello, afirma el Tribunal de Justicia, constituyen movimientos de capitales, en el sentido del artículo 63 TFUE, las inversiones directas, esto es, tal como se deduce de dicha nomenclatura y de las notas explicativas relacionadas con ella, cualquier tipo de inversión efectuada por personas físicas o jurídicas y que sirva para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el proveedor de fondos y la empresa a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica»[(206)]. De tal manera que «el objetivo de crear o mantener vínculos económicos duraderos presupone que las acciones que posea el accionista le ofrezcan, ya sea en virtud de las disposiciones de la legislación nacional sobre las sociedades por acciones, o de otra forma, la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad»[(207)]. Concluyendo que «deben calificarse de «restricciones», «las medidas nacionales que puedan impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores de los demás Estados miembros de invertir en el capital de éstas».

La peculiaridad del caso resultaba, como indica el Tribunal de Justicia, en que «si bien el régimen instaurado en la (disposición adicional 27) no limitaba la adquisición de

---

adquieran participaciones significativas de sociedades de ámbito estatal que realicen actividades en los mercados energéticos deberán notificar a la Secretaría de Estado (…) de la toma de control o adquisición que se haya efectuado, con especial referencia a las características y condiciones de la adquisición; 2. La Secretaría de Estado (…) cuando haya sido notificada, o de oficio en el caso en que dándose el supuesto del número anterior no haya tenido lugar la notificación, instruirá un expediente (…) en el que informará preceptivamente la Comisión Nacional de Energía; 3. El Consejo de Ministros previo informe de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos en el plazo máximo de dos meses podrá resolver reconociendo o no el ejercicio de derechos políticos correspondientes, o sometiendo el ejercicio de los mismos a determinadas condiciones en atención, entre otros, a los principios de objetividad, transparencia, equilibrio y buen funcionamiento de los mercados y sistemas energéticos. En todo caso, desde que se produzca la toma de control o la adquisición de participaciones significativas de sociedades de ámbito estatal que realicen actividades en los mercados energéticos y hasta que no se pronuncie el Consejo de Ministros, por resolución expresa o por silencio, si no resuelve expresamente dentro del plazo máximo de que dispone, las entidades o personas a que se refiere (…) no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes a las participaciones en el mismo indicadas. La resolución del Consejo de Ministros, que será motivada, tendrá en cuenta si la toma de control o adquisición de participaciones significativas tiene como consecuencia la existencia de riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos sobre las actividades desarrolladas por las empresas en los mercados energéticos con el fin de garantizar la adecuada gestión y prestación de servicios por las mismas dentro del sistema energético, de conformidad con los criterios objetivos que se especifican (…). La falta de resolución del expediente (…) permitirá el ejercicio de los derechos políticos correspondientes a las mismas". En el apartado 4 se establecían los criterios determinantes de la existencia de "riesgos significativos o efectos negativos", y en el apartado 5 se indicaba que se considerarían "participaciones significativas aquellas que directa o indirectamente alcancen, al menos, el 3 por ciento del capital social o de los derechos de voto de la sociedad", significándose, en el apartado 6, que existía una relación de control siempre que se diese alguno de los supuestos previstos en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores».

(206) STJUE de 23 de octubre de 2007, asunto C-112/05, Comisión contra Alemania.

(207) SSTJUE de 12 de diciembre de 2006, asunto C-446/04, Test Claimants in the FII Group Litigation, de 24 de mayo de 2007, asunto C-157/05, Holböck y de 23 de octubre de 2007, asunto C-112/05, Comisión contra Alemania.

participaciones *stricto sensu*», sí tenía «por efecto impedir o restringir el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones poseídas». Porque aquella disposición nacional preveía, «en una fase inicial, la suspensión de los derechos de voto correspondientes a las acciones que (poseyesen) entidades públicas en las empresas españolas que (operasen) en el sector energético»; y «tal suspensión (excluía), respecto de una categoría particular de inversores, durante un período de dos meses, toda participación efectiva en la gestión y control de dichas empresas». Con la consecuencia adicional de que «al término de este período, la decisión del Consejo de Ministros de no reconocer los derechos de voto o de someter su ejercicio a determinadas condiciones (tenía) por efecto privar a las entidades públicas afectadas de su poder efectivo como accionistas o restringir dicho poder». Concluyendo lo siguiente:

Siendo así que «los derechos de voto correspondientes a las acciones constituyen uno de los principales medios de participación del accionista en la gestión de una empresa o en su control, cualquier medida encaminada a impedir el ejercicio de tales derechos o a someterlo a condiciones puede disuadir a los inversores de otros Estados miembros de adquirir participaciones en las empresas afectadas y constituye una restricción a la libre circulación de capitales».

No aceptando la alegación formulada por el Reino de España, según la cual la norma nacional no influía «en la estructura del accionariado de la empresa» en la que se adquirían participaciones, puesto que los inversores únicamente podían verse disuadidos de adquirir acciones si existiese un riesgo de que se les privase de los derechos de voto correspondientes a las acciones que poseyesen, lo que, según el Reino de España, no acontecía en el caso. Precisando además el Tribunal de Justicia que era «irrelevante» el hecho de que aquella norma nacional (disposición adicional 27) estableciera, en relación con el período que seguía a los dos meses de la fase inicial, no ya una limitación automática de los derechos de voto, sino la mera facultad para el Consejo de Ministros de impedir o limitar el ejercicio de tales derechos.

El Reino de España sostenía también que la negativa a reconocer los derechos de voto no era sistemática, y que la norma nacional (disposición adicional 27) preveía asimismo la posibilidad de someter el ejercicio de tales derechos a determinadas condiciones, así como un control *a posteriori,* esto es, después de que la entidad pública hubiera adquirido acciones de una empresa española que operase en el sector de la energía y que, por tanto, debería considerarse proporcionada. No obstante aquellas alegaciones, el Tribunal de Justicia consideró:

— En primer lugar, que el carácter no sistemático de la negativa a reconocer los derechos de voto carecía de pertinencia, y que era la propia norma nacional (disposición adicional 27) la que, al prever la posibilidad de no reconocer el ejercicio de los derechos de voto, constituía la restricción a la libre circulación de capitales.

— En segundo lugar, que el régimen instituido por la norma nacional cuestionada (disposición adicional 27) no era asimilable al régimen examinado en la STJUE de 4 de junio de 2002[(208)], que sí constituía un régimen de oposición *a posteriori* a

(208) Asunto C-503/99, Comisión contra el Reino de Bélgica.

los acuerdos adoptados por una sociedad, en tanto que la norma nacional atinente al caso (disposición adicional 27), en la medida en que suspendía el ejercicio de los derechos de voto y permitía su no reconocimiento o su limitación, producía sus efectos aun antes de que la sociedad hubiese adoptado una decisión, es decir, sin que se hubiese demostrado la existencia de un riesgo, siquiera potencial, de perjudicar a la seguridad del abastecimiento de energía(209).

No obstante establecer, en su sentencia de 14 de febrero de 2008, que someter al control del Estado el ejercicio de los derechos políticos accionariales de entidades públicas y entidades participadas mayoritariamente o controladas, en cualquier forma, por entidades o Administraciones públicas, que directa o indirectamente tomasen el control o adquirieran participaciones significativas de sociedades de ámbito estatal que realizasen actividades en los mercados energéticos, constituía «restricción inadmisible» a la libre circulación de capitales, no duda en reiterar su doctrina general sobre los supuestos de «restricciones admisibles»(210) de la indicada libertad de circulación, ampliándola significativamente en los siguientes términos:

Que al igual que en «materia de libre circulación de mercancías» había reconocido que «entre las razones de seguridad pública que pueden justificar un obstáculo a dicha libertad, el objetivo que consiste en garantizar, en todo momento, un abastecimiento mínimo de productos» considerables como socialmente fundamentales o estratégicos, podía justificar un obstáculo a dicha libertad(211), «idéntico razonamiento podía aplicarse a los obstáculos a la libre circulación de capitales, en la medida en que la seguridad pública figura igualmente entre las justificaciones enumeradas en el artículo 65 TFUE». No pudiendo negarse que «el objetivo de garantizar, en caso de crisis, la seguridad del abastecimiento de energía en el territorio del Estado miembro en cuestión puede cons-

---

(209) Añadiendo el Tribunal de Justicia lo siguiente: «Además, el régimen examinado en la sentencia (STJUE de 4 de junio de 2002, asunto C-503/99, Comisión contra el Reino de Bélgica), únicamente contempla la intervención de las autoridades administrativas belgas cuando estén comprometidos los objetivos de la política energética, en situaciones específicas. Dicho régimen se circunscribe, pues, a determinadas decisiones relativas a los activos estratégicos de sociedades que operan en el sector de la energía y a decisiones de gestión específicas relacionadas con dichos activos, que pueden ser puntualmente cuestionadas. Por el contrario, en virtud de la (disposición adicional 27), el mecanismo de suspensión del ejercicio de los derechos de voto, de no reconocimiento de dichos derechos e incluso de sometimiento del ejercicio de tales derechos a condiciones, se aplica a todas las decisiones que dan lugar a una votación de los accionistas».

(210) Según la cual: a) «La libre circulación de capitales puede verse limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 65 TFUE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones (de la Unión Europea) de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses»; b) «A falta de esta armonización (de la Unión Europea), corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel. Ahora bien, sólo pueden hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo»; c) «Las exigencias impuestas por la seguridad pública, por constituir una excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, deben interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones de la Comunidad Europea. Por tanto, la seguridad pública sólo puede invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad».

(211) STJUE de 10 de julio de 1984, asunto 72/83, Campus Oil Limited y otros.

tituir una razón de seguridad pública y justificar, eventualmente, un obstáculo a la libre circulación de capitales».

Consecuentemente, el Tribunal de Justicia se ve en la obligación de cuestionarse de si acaso la normativa nacional aludida (disposición adicional 27) era adecuada para garantizar, en caso de amenaza real y grave, un abastecimiento mínimo de energía en el Estado miembro *a quo*, sin ir más allá de lo necesario. Tras advertir:

— que «el carácter público del inversor, por sí solo, no (parecía) constituir un peligro para el abastecimiento de energía de un Estado miembro»;

— que «el interés en reforzar la estructura competitiva del mercado de que se (tratase) en general no (podía) constituir una justificación válida de restricciones a la libre circulación de capitales»;

— que «la supervisión de la entidad pública exclusivamente en el momento en que ésta (tomase) el control de una empresa (española) que (operase) en el sector de la energía o en el momento en que (adquiriera) una participación significativa en ella no (permitía) garantizar que, una vez reconocidos los derechos de voto correspondientes a las acciones poseídas por dicha entidad, ésta (fuese) a utilizarlos de una forma adecuada que (garantizase) la seguridad del abastecimiento energético».

Concluye aquel Tribunal de Justicia que el Reino de España no había demostrado suficientemente que aquella norma nacional (disposición adicional 27) constituyese una «medida adecuada para garantizar la realización del objetivo perseguido por el legislador español, a saber, la seguridad del abastecimiento energético», y que «en cualquier caso» resultaba «desproporcionada con respecto al objetivo perseguido», porque «la posibilidad de no reconocer los derechos de voto, prevista en dicha disposición, se (aplicaba) a la totalidad de las decisiones que pueden someterse a votación de los accionistas, independientemente del riesgo que dichas decisiones pudieran entrañar para la seguridad del abastecimiento energético», y sin embargo la mera «imposición de obligaciones positivas a las empresas del sector energético permitiría alcanzar el objetivo perseguido ocasionando un perjuicio menor a la libre circulación de capitales».

2.2. La «action espécifique»

Prestar singular atención a la «l'action espécifique» está más que justificado[212]. Ejemplar en relación con ella es la resolución jurisdiccional de 4 de junio de 2002, dictada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en el asunto C-483/99, Comisión Europea contra la República Francesa.

En aquel sistema de la «l'action espécifique», propia del sistema jurídico nacional francés, se distinguen dos etapas diferentes y suficientemente caracterizadas. Con la regu-

(212) Indica PEÑAS MOYANO, B., *op. cit.* (*Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense*), p. 170, que no estando siempre los poderes de intervención en la sociedad privatizada «vinculados a la posesión de parte del capital de la concreta entidad por acciones o simplemente de una única golden share, resulta que la alocución francesa actions spécifiques aparece como más apropiada para designarlos».

lación normativa de la segunda etapa, se vino a culminar la introducción de «una técnica ajena al derecho de sociedades francés y difícil de conceptuar dentro del mismo»[213], en cuanto que permitía «al poder público actuar en una misma empresa, como autoridad administrativa y como socio especialmente privilegiado, lo que no (conjugaba) bien con los principios que (inspiraban) al derecho de sociedades»[214].

Ciertamente ya en la primera de aquellas etapas, que se inició con la Ley de privatización de 6 de agosto de 1986, se facultaba al Estado francés para modificar los estatutos de algunas de las sociedades, que se enumeraban en la Ley de 2 de julio del mismo año, y que podían ser objeto de privatización, con la finalidad de proteger los intereses nacionales. Con esta legislación se pretendía, mediante la pertinente acción «espécifique», llevar a cabo un control en la composición del accionariado.

Pero fue a partir de la aprobación de la Ley de 19 de julio de 1993, sobre privatizaciones, con la que se inicia la segunda etapa, desde que se suprimió la temporalidad a que venía estando sometida la acción «espécifique», y además se consolidó el propósito de controlar mediante la misma la composición del accionariado, así como la atribución al Estado de la posibilidad de designar uno o más representantes, con voz pero sin voto, en el órgano administrativo societario y ejercer, en su caso, el derecho de veto sobre acuerdos, decisiones o actuaciones que pudiesen perjudicar el interés nacional.

En uso de las autorizaciones contenidas en esta última normativa, mediante el Decreto 93-1298, de 13 de diciembre de 1993, se introdujo la acción «espécifique» a favor del Estado francés en la Société nationale Elf-Aquitaine (Elf-Aquitaine), estableciéndose una serie de privilegios que conllevaban la necesidad de que contase con la previa aprobación estatal (del Ministro de Economía) toda operación por la que una persona física o jurídica, actuando individualmente o en concierto con otras empresas, rebasase una determinada participación, directa o indirecta, en el capital social (la décima, la quinta o la tercera parte), o de los derechos de voto en la sociedad. Además el Estado podía oponerse a todo acuerdo de enajenación o pignoración de activos que figuraban en el anexo de aquella norma (especialmente los que posibilitaban el mantenimiento de la mayoría del capital de las cuatro filiales de la sociedad matriz[215]).

En relación con la exigida autorización previa estatal (del Ministro de Economía), concluyó el Tribunal de Justicia que venía a constituir una «restricción a los movimientos de capitales entre Estados miembros», por más que no supusiera o encubriese «un trato discriminatorio o particularmente restrictivo» para los nacionales de otros Estados miembros, habida cuenta que cualquier prohibición general de restricciones a los movimientos de capitales «va más allá de la eliminación de toda desigualdad de trato de los operadores en los mercados financieros basada en la nacionalidad». Aquella normativa, indicó el Tribunal de Justicia, podría, en definitiva, «impedir la adquisición de acciones en las empresas afectadas y disuadir a los inversores de otros Estados miembros de invertir en el capital de dichas empresas», haciendo que la libre circulación de capitales resultase «ilusoria».

---

(213) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 186.

(214) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.* (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 186.

(215) Elf-Aquitaine Production, Elf-Antar France, Elf-Gabon S.A. y Elf-Congo S.A.

Según la indicada resolución del Tribunal de Justicia de la Unión Europea la aprobación previa estatal suponía «indeterminación», al no permitir a los particulares conocer el alcance de sus derechos derivados de los Tratados Fundacionales, infringiéndose gravemente la seguridad jurídica, al no hallarse sujeta semejante autorización «conforme a las disposiciones aplicables, a ninguna condición, a excepción de una referencia a la protección de los intereses nacionales», sin indicar a los inversores interesados las «circunstancias específicas y objetivas» en que el Estado podía conceder o denegar aquella autorización previa. De tal manera que «un poder discrecional tan amplio (constituía) una grave vulneración de la libre circulación de capitales que (podía) conducir a la exclusión de esta última». Imputaciones que, *pari passu*, eran predicables del régimen de «veto *a posteriori*», que también se establecía en la referida legislación nacional.

Especialmente destacable de la sentencia del Tribunal de Justicia de 4 de junio de 2001, recaída en el asunto C-483/99, que enjuicia «l'action spécifique», es que representa lo que metafóricamente podría considerarse uno de los lados de la «frontera», el de la ilicitud o la proscripción, en relación con las «restricciones» a la libertad de circulación de capitales constituidas por el mantenimiento por el Estado, directa o indirectamente, de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o golden shares» en empresas privatizadas. El otro lado de la «frontera», el de la licitud o la justificación, en relación con aquellas mismas «restricciones», lo constituiría la sentencia de la misma fecha de 4 de junio de 2002, recaída en el asunto C-503/99, ya aludida. Aquella situación de «frontera» se advierte cuando se repara en que, con fundamento en «apreciaciones» idénticas en ambos asuntos, sin embargo el Tribunal de Justicia resuelve en sentido diametralmente opuesto en cada uno de ellos.

Pero puede inquirirse si las precitadas resoluciones del Tribunal de Justicia establecían al límite de lo lícito y lo ilícito o incidían en contradicción, ¿frontera o contradicción? Aquella, al menos aparente, contradicción, de la que era consciente el propio Tribunal de Justicia de la Unión Europea, la pretende negar mediante el recurso a la insuficiencia o falta de prueba por el Estado francés de las posibles causas justificativas de los privilegios que le habían sido atribuidos por la normativa nacional cuestionada, indicando que «aun cuando el mantenimiento de suministro de productos petrolíferos en caso de crisis podría constituir, en principio, una razón imperiosa de interés general», resultaba necesario, además, demostrar que las medidas contempladas «eran necesarias y proporcionadas en relación con la finalidad perseguida», lo que no había llevado a cabo el Estado demandado, afirmando además, quizás para establecer un elemento de diferenciación con el asunto C-503/99, que en este asunto C-483/99, «dada la ausencia de criterios objetivos y precisos en la estructura del régimen establecido, la normativa controvertida (iba) más allá de lo que resulta necesario para alcanzar el objetivo indicado».

2.3. La «golden share» («One Pound Special Share»)

El paradigma del mantenimiento de privilegios del Estado en las grandes empresas que gestionan intereses o sectores estratégicos, privatizadas conforme demanda el sistema de economía de mercado a la altura del siglo XXI lo representa la «golden share» («One Pound Special Share»). Su encaje en la evolución del Derecho de sociedades no obsta a su consideración institucional, como un modo de entender el ejercicio del «poder soberano» del Estado.

En el asunto C-98/01, Comisión Europea contra el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, resuelto por sentencia de 13 de mayo de 2003, la parte demandante pretendía que se declarase por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea que las disposiciones que limitaban la adquisición de acciones con derecho de voto de la sociedad BAA plc, así como el procedimiento de autorización relativo a la cesión de activos de esa sociedad, y las relativas al control de sus filiales y a su liquidación, resultaban incompatibles con los artículos 49 TFUE y 63 TFUE.

El Gobierno del Reino Unido pretendió justificar su actuación alegando que los estatutos de BAA plc(216) no constituían una normativa nacional ni se le podían equiparar. Afirmando que en el marco de la contratación de derecho privado, los Estados miembros podían ejercer actividades económicas en las mismas condiciones que los operadores privados. Precisando que los derechos nacionales de sociedades no habían sido objeto de armonización, por lo que el Derecho de la Unión Europea no podía imponer a una sociedad

---

(216) La British Airports Authority, que poseía y explotaba siete aeropuertos internacionales del Reino Unido, fue privatizada mediante la Airports Act 1986 (Ley de aeropuertos de 1986), de 8 de julio. Dicha ley confería al Secretary of State la facultad de aprobar, con o sin modificaciones, los estatutos de la sociedad que debía asumir las funciones de la British Airports Authority. En 1987 BAA se constituyó con este fin. Se creó una «acción especial» de una libra esterlina («One Pound Special Share») a favor del Secretary of State for Transport. El artículo 10 de los estatutos de BAA, de 7 de julio de 1987, preveía que la «acción especial» sólo podía cederse a uno de los Secretaries of State de su Majestad, a otro ministro de la Corona o a cualquier otra persona que actuase en nombre de la Corona. Estableciéndose además en dicho precepto estatutario que sólo serían efectivas si mediaba el consentimiento escrito del titular de dicha acción las siguientes actuaciones: a) La modificación, supresión o alteración de determinados artículos de esos estatutos, entre ellos el 40, mediante el cual se pretendía impedir que cualquier persona, a excepción de una persona autorizada, adquiriese, real o presuntamente, o que así le pareciera a los administradores, cualquier título sobre acciones de la sociedad que diesen derecho (o que pudieran darlo en determinadas circunstancias, según las modalidades que les fueran aplicables) a más del 15 % de los votos que podrían emitirse para la adopción de cualquier acuerdo de cualquier junta general de la sociedad (aunque tales votos no pudiesen emitirse en relación con todos los acuerdos de todas las juntas generales); b) La pérdida, por cualquier motivo, del derecho de la sociedad al ejercicio, o al control de dicho ejercicio, de más de la mitad de los derechos de voto que pueden emitirse para la adopción de los acuerdos de la junta general de una filial que poseyese un aeropuerto (de los «designados» conforme al artículo 40 de la Airports Act 1986), así como cualesquiera acuerdos adoptados para privar a la sociedad de ese derecho; c) Cualesquiera propuestas de liquidación o disolución voluntarias de la sociedad o de cualquier filial que poseyese uno de los aeropuertos «designados», salvo en el caso de que tales liquidación o disolución voluntarias formasen parte de un plan de reestructuración o de fusión en el que se previniese la cesión de dicho aeropuerto «designado» de modo que el gestor de dicho aeropuerto fuera la misma sociedad o una filial; d) La cesión (venta; transferencia; abandono; constitución de hipotecas o gravámenes; reconocimiento de cualesquiera títulos de propiedad, derechos o intereses sobre los bienes; la transmisión de la posesión o del control sobre los bienes, así como cualesquiera otras formas de cesión) de un aeropuerto «designado» o de una de sus partes por la propia sociedad o por una de sus filiales, así como la celebración de un acuerdo por aquéllas a tal efecto, cuando tuviesen por resultado que el gestor de dicho aeropuerto no resultase ser la propia sociedad ni una de sus filiales; También se establecía en aquel precepto estatutario: i) Que los administradores de la sociedad ejercerían todas las facultades de control que correspondiesen a la sociedad con respecto a sus filiales para garantizar, en la medida en que tales facultades lo permitiesen, que ninguna filial tomase iniciativa alguna que, por sí misma o en relación con cualquier otra iniciativa, supusiera la modificación de alguno de los derechos asociados a la acción especial; ii) Que el titular de la acción especial tenía derecho a ser convocado y a asistir a cualesquiera juntas generales o reuniones de accionistas de la sociedad, reconociéndosele en ellas el derecho de voz, pero no el de voto ni cualesquiera otros; iii) Que en caso de reparto de la cuota de liquidación de la sociedad, se reconocería al titular de la acción especial el derecho a obtener el reembolso del valor desembolsado por dicha acción, con preferencia a la distribución de cantidad alguna a los restantes accionistas, bien que la acción especial no confiriese ningún otro derecho de participación en el capital o en los beneficios de la sociedad; iv) Que el titular de la acción especial podía solicitar a la sociedad que reembolsase la acción especial por su valor nominal en cualquier momento, mediante requerimiento escrito y previa presentación del título por el que se documentase la acción correspondiente.

por acciones la obligación de poner su control a disposición del mercado, ni vincular a las acciones todos y cada uno de los derechos que los inversores, reales o potenciales, desearían que fueran asociados a ellas.

Según el Gobierno del Reino Unido, en el derecho de sociedades vigente en aquel Estado miembro coexistían diversas clases de acciones(217) y los derechos vinculados a esas diferentes clases podían variar tanto en lo que se refería a la participación en los beneficios de la sociedad como en su gestión, formando la «acción especial» simplemente parte de una de esas clases. Añadiendo que era usual o corriente, en algunas sociedades, la existencia de acciones sin derecho de voto. Según aquella parte ni las normas de Derecho privado vigentes en el Reino Unido, que definían las características de las acciones disponibles en el mercado, ni las que autorizaban a los titulares de las acciones especiales a participar en la toma de decisiones de una sociedad, ni las que requerían el consentimiento del Estado para la adopción de determinados acuerdos, restringían el acceso al mercado.

Esto es, según la parte demandada, los derechos que reconocían al titular de la «acción especial» los estatutos de BAA, que exigían el consentimiento estatal (previo y por escrito del Gobierno) para que la sociedad pudiese acordar y ejecutar determinadas decisiones, eran adecuados y conformes con las normas ordinarias del derecho de sociedades vigente en el Reino Unido, que permitían la emisión de las diferentes clases de acciones, no siendo jurídicamente relevante que aquellas normas fueran «habituales» o no tuvieran tal característica de «habitualidad».

No obstante semejantes alegaciones, en su sentencia de 13 de mayo de 2003 el Tribunal de Justicia de la Unión Europea resolvió que estando por Derecho de la Unión Europea prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre los Estados miembros y entre los Estados miembros y terceros países, una normativa como la contenida en los estatutos de BBA plc, que limitaba la adquisición de participaciones o que restringía de otro modo la posibilidad de participar efectivamente en la gestión de una sociedad o en su control, constituía «una restricción a la libre circulación de capitales».

Precisando que, en particular, no podía estimarse el argumento del Gobierno del Reino Unido según el cual las medidas controvertidas no restringían el acceso al mercado en el sentido de la sentencia Keck y Mithouard(218). El Tribunal de Justicia también rechazó el argumento invocado por el Gobierno del Reino Unido, según el cual aquel caso versaba únicamente sobre el uso de instrumentos del Derecho privado de sociedades, indicando aquel Tribunal de Justicia que las restricciones de que se trataba no resultaban de la aplicación normal del Derecho de sociedades, habida cuenta que los estatutos de BAA habían sido aprobados por el Secretary of State en virtud de la Airports Act 1986, por lo que aquel Estado miembro había actuado en su condición de autoridad pública.

---

(217) *Vid.* PEÑAS MOYANO, B., *op. cit.* (*Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense*), pp. 107-173, y para el derecho norteamericano 322-362.

(218) STJCE de 24 de noviembre de 1993, asuntos acumulados C-267/91 y C-268/91.

2.4. Un salto cualitativo

El 8 de julio[219] y el 11 de noviembre de 2010, asuntos C-171/08[220] y C-543/08[221], y 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09[222], Comisión Europea contra la República

---

(219) Esta sentencia despertó interés en nuestro país, habiéndose hecho eco de la misma los principales diarios, al haberse pronunciado pocos días después de que el Gobierno portugués hiciera uso de su «golden share» o «acción de oro» en Portugal Telecom SGPS, S. A., para vetar la compra por Telefónica de la parte de Portugal Telecom SGPS, S.A., en la operadora de telefonía brasileña Vivo. Así, el diario *El País* de 9 de julio de 2010, que da noticia de la sentencia en la portada y la desarrolla ampliamente en p. 24. El diario *ABC* de la misma fecha también da noticia de la sentencia en la portada y la desarrolla en p. 36. El diario *El Mundo* de 10 de julio de 2010 desarrolla el contenido de la sentencia en p. 35. El mismo diario, del día siguiente 11 de julio de 2010, continúa el desarrollo de la noticia de la sentencia, dedicando a la misma toda su página 30. El diario económico *El Economista* de 10 y 11 de julio de 2010 da noticia de la sentencia en la portada y la desarrolla en p. 7, el mismo diario económico, de fecha 29 de julio, da también noticia de la sentencia en p. 3, y dedica a su desarrollo y comentario las pp. 6, 7 y 9. El diario *La Gaceta* de 18 de julio de 2010 da noticia de la sentencia en su portada y la desarrolla en p. 29.

(220) En aquel asunto resultaba, según se recoge en la propia sentencia, que la Lei Quadro das Privatizaçoes (Ley marco de las privatizaciones portuguesa, LPQ) de 5 de abril de 1990 preveía la posibilidad de crear acciones privilegiadas, disponiendo que el instrumento legislativo mediante el cual se aprobaban los estatutos de la empresa que se pretendía privatizar o transformar en sociedad anónima podía, por otra parte, establecer, con carácter excepcional, cuando así lo exigiesen razones de interés nacional, la existencia de acciones privilegiadas destinadas a seguir perteneciendo al Estado y que, independientemente de la cantidad de las mismas, le conferiría un derecho de veto por lo que se refiriese a las modificaciones estatutarias y otras decisiones relativas a un ámbito determinado, debidamente delimitado en los estatutos. A su vez, la normativa de desarrollo de aquella ley relativa a la primera fase de privatización dispuso que si el contrato de la sociedad privatizada preveía la existencia de acciones con derechos especiales distintos a las acciones con dividendo prioritario, dichas acciones deberían, de modo obligatorio, ser mayoritariamente propiedad del Estado o de otros accionistas públicos. Efectivamente los Estatutos de la sociedad Portugal Telecom, PT, establecieron que las acciones de determinada clase, a las que les correspondían determinados privilegios en forma de derechos especiales, debían ser mayoritariamente propiedad del Estado o de otros accionistas públicos. Aquellos privilegios iban desde que una parte decisiva de los miembros de los órganos colegiados (Consejo de administración, y Comisión ejecutiva, incluido su presidente), así como al menos uno de los administradores ejecutivos, debían elegirse por mayoría de los votos conferidos al Estado y del resto de los accionistas públicos, hasta que los acuerdos sociales más importantes debían aprobarse con el voto en contra de la mayoría de las acciones de la clase perteneciente mayoritariamente al Estado y otros accionistas públicos.

(221) El supuesto de hecho relativo a este asunto, en términos de la propia sentencia fue el siguiente, desde comienzos de los años 90, el sector de la electricidad portugués había sido objeto de un importante proceso de reestructuración. En este marco, EDP-Energías de Portugal (EDP), constituida en 1976 como empresa pública mediante el Decreto-ley núm. 502/76, de 30 de junio de aquel año, se transformó en sociedad anónima en 1991. El Estado portugués procedió posteriormente a su reprivatización de acuerdo con un proceso llevado a cabo en diversas fases. El Estado poseía en el momento de los hechos el 25,73% del capital social de EDP por medio de Parpública-Participações Públicas SGPS S.A. y de Caixa Geral de Depósitos S.A. EDP era el principal concesionario de la actividad de distribución de electricidad en Portugal y de la actividad empresarial de venta de último recurso, estando presente también en el segmento de las actividades de distribución y suministro de gas natural en el área metropolitana de Oporto, a través de su filial EDP Gás S.A.

(222) Según se indica en la sentencia, desde 1999, el sector de la energía portugués, especialmente el del petróleo y el gas natural, fue objeto de un amplio proceso de reestructuración, que culminó, mediante la adopción del Decreto-ley núm. 137-A/99, de 22 de abril de 1999, en la constitución de GALP – Petróleos e Gás de Portugal, SGPS SA (GALP), una sociedad de capital público que agrupaba las participaciones directas poseídas por el Estado en determinadas empresas públicas. Aquel Decreto-ley contenía, en su anexo, los estatutos de dicha sociedad. El 4 de octubre de 2006, se celebró un pacto de accionistas entre varios accionistas de GALP, a saber Amorim Energia, ENI y Caixa Geral de Depósitos SA, que era un banco estatal, sobre la composición y gobernanza de GALP. De aquel pacto resultaba, en definitiva, que el Estado portugués también ejercía sus derechos a través de dicho conjunto de accionistas y especialmente de la Caixa Geral de Depósitos. Por consiguiente, en lo que respecta al carácter privado del pacto de accionistas, resultaba que el Estado portugués se ponía de acuerdo, mediante dicho pacto, con los accionistas de referencia, que había él mismo elegido para mantener su influencia en la composición y la gestión de GALP. Aquel pacto

Portuguesa en los tres asuntos, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, dictó sentencias, en las que no obstante reiterar argumentaciones anteriores[223] lleva cabo un salto cualitativo. En aquellas resoluciones jurisdiccionales se acoge la idea de que la prestación de servicios de interés económico general por una empresa no debe interferir en el mercado, lo cual empero debe cohonestarse con la idea de que «hay «cosas» que están por encima del mercado y de la competencia»[224]. Concluyendo el Tribunal de Justicia que las empresas encargadas de la gestión de servicios de interés económico general quedan sometidas a las normas comunes de Derecho Europeo relativas al ejercicio de la actividad empresarial, «en especial a las normas sobre competencia, en la medida en que la aplicación de dichas normas no impida, de hecho o de derecho, el cumplimiento de la misión específica a ellas confiada»[225].

En los tres asuntos fue la confusión de las esferas o planos de lo público y de lo privado lo que posibilitó la creación de acciones, que en principio no podían considerarse «acciones privilegiadas» mantenidas por el Estado en empresa privatizadas, «acciones de oro» o «golden shares», a pesar de llevar asociados «derechos especiales», en la medida en que constituían una «serie» de «acciones privilegiadas de Derecho privado», creadas por y en los estatutos sociales de una determinada sociedad privada[226]. Pero como indica en la sentencia el propio Tribunal de Justicia, una cosa es que una normativa nacional posibilite la creación de «acciones privilegiadas» en el contrato de sociedad (estatutos), permitiendo que dichas acciones sean «introducidas y atribuidas al Estado u otras entidades públicas, precisamente en virtud de lo dispuesto en los estatutos de dicha sociedad», y otra cosa muy diferente es que semejantes acciones no constituyan «golden shares» o «acciones de oro».

Esa interferencia de los planos de lo público y lo privado se opone a un postulado político-jurídico fundamental. Esto es, que «los Estados miembros, en su calidad de firmantes (de los Tratados), deben respetar las reglas relativas a las libertades fundamentales de circulación, con independencia de que intervengan en su calidad de autoridad pública o como un ente privado (puesto que) defender una tesis distinta equivaldría a brindar a los Estados miembros los medios de eludir dichas reglas, dado que, en su calidad de legisladores, podrían modificar sin dificultad el Derecho privado nacional e imponer (…) a las sociedades en las que poseen una participación que incluyan en sus estatutos disposiciones

---

fue posteriormente objeto de diferentes adaptaciones. El proceso de privatización de GALP se inició desde su creación y se desarrolló en cinco fases sucesivas, en el marco del régimen establecido por la Ley Quadro das Privatizaçoes (Ley marco de las privatizaciones), de 5 de abril de 1990, acabando el Estado por ser titular del 8% del capital social de GALP, en un 7% a través de Parpública y un 1% a través de varios accionistas de GALP. Con arreglo al Decreto-Lei núm. 261-A/99 de 7 de julio de 1999, se aprobó la primera fase del proceso de privatización del capital social de GALP, que pasó a ser el principal grupo integrado de productos petrolíferos y de gas natural en Portugal. El proceso de privatización de GALP se inició desde su creación y se desarrolló en cinco fases sucesivas.

(223) En aquellas sentencias repite y reitera su jurisprudencia anterior sobre qué debe entenderse por inversiones directas e inversiones de cartera, y las restricciones que sobre las mismas producen las «acciones privilegiadas» mantenidas por el Estado en empresa privatizadas, «acciones de oro» o «golden shares».

(224) JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., «Servicio público, interés general, monopolio: recientes aportes del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea», *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, T. IV (*Derecho Civil y Derecho Público*), Editorial Civitas, Madrid, 1996, p. 5355, que desarrolla la noción de servicio público e interés general en pp. 5356-5360.

(225) Artículo 106.2 TFUE, que se corresponde con el antiguo artículo 86 CE, bien que «el desarrollo de los intercambios no deberá quedar afectado en forma tal que sea contraria al interés de la Unión».

(226) En aquellos casos Portugal Telecom SGPS, S.A., PT y EDP-Energias de Portugal, respectivamente.

que les confieran determinados derechos especiales»[227]. Por ello afirma el Tribunal de Justicia lo siguiente:

Que cuando es el propio Estado el que, por una parte, en su calidad de legislador y mediante la aprobación de una normativa *ad hoc*, autoriza la creación de acciones privilegiadas en el seno de una sociedad privatizada, y, por otra parte, en su calidad de autoridad pública y en aplicación de semejante normativa, decide «introducir acciones privilegiadas en (la sociedad privatizada), atribuírselas al Estado y definir sus derechos especiales», está creando auténticas «golden shares» o «acciones de oro».

Efectivamente, «si fue el Estado, actuando en calidad de legislador, el que autorizó la creación de las acciones privilegiadas de (la empresa privatizada, PT)[228], fue asimismo el Estado, en calidad de accionista mayoritario de dicha sociedad, el que introdujo de hecho dichas acciones modificando los estatutos (la empresa privatizada, PT), de conformidad con la posibilidad que le brindaban a dichos efectos la ley marco de las privatizaciones y el Decreto-ley (…) parece imposible afirmar que la creación de las acciones privilegiadas pueda imputarse exclusivamente a la voluntad de (la empresa privatizada, PT)»[229].

Afirmando el Tribunal de Justicia, en su sentencia de 8 de julio de 2010, que «en tales circunstancias, procede considerar que (el propio Estado, la República Portuguesa) ha autorizado, por una parte, en su calidad de legislador la creación de acciones privilegiadas en el seno (de la sociedad privatizada, PT) y por otra parte, ha decidido, en su calidad de autoridad pública, en aplicación (de la normativa nacional de privatizaciones), introducir acciones privilegiadas (en la sociedad privatizada, PT), atribuirlas al Estado y definir sus derechos especiales». Aquella actuación ambivalente del Estado se evidencia, dice la resolución referida del Tribunal de Justicia, cuando se repara en que «la creación de las referidas acciones privilegiadas no se deriva de una aplicación normal del Derecho de sociedades, ya que las acciones privilegiadas previstas en la (empresa privatizada, PT) están destinadas, con carácter de excepción al código portugués de sociedades mercantiles, a permanecer bajo la titularidad del Estado, razón por la que no son transmisibles».

En fin, que en tales supuestos, afirma en aquella resolución jurisdiccional el Tribunal de Justicia de la Unión Europea:

«La creación de las acciones privilegiadas debe considerarse imputable al Estado».

Con la transcendental consecuencia de que por ello, están comprendidas en el ámbito de la normativa comunitaria relativa a la libre circulación de capitales, constituyendo una patente «restricción» a semejante libertad comunitaria, que no puede encontrar amparo o justificarse en las excepciones y por los motivos admitidos por el Derecho de la Unión Europea, en especial cuando no se respeta el principio de proporcionalidad»[230].

---

(227) Señala el Abogado General, Sr. Paolo Mengozzi, en la conclusión 65, de las presentadas el 2 de diciembre de 2009, en el asunto C-171/08, objeto de resolución por la STJUE de 8 de julio de 2010.

(228) Portugal Telecom.

(229) Afirma el Abogado General, Sr. Paolo Mengozzi, en las conclusiones 59-61, de las presentadas el 2 de diciembre de 2009, en el asunto C-171/08, resuelto por la STJUE de 8 de julio de 2010.

(230) Precisando el Tribunal de Justicia, en su sentencia de 11 de noviembre de 2010, lo siguiente: «Por lo que respecta al carácter restrictivo del sistema de titularidad de acciones privilegiadas por parte del Estado en PT, previsto

En su sentencia de 10 de noviembre de 2011, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea resuelve también sobre la misma hipótesis básica en que un Estado miembro (República Portuguesa), autoriza, «de un lado, por medio del legislador nacional, la creación de acciones privilegiadas en el capital social» de una empresa privatizada, y de otro lado aquel mismo Estado miembro, en su condición de autoridad pública, decide «introducir acciones privilegiadas en dicho capital, atribuirlas al Estado y definir los derechos especiales que confieren». Todo ello mediante una legislación específica elaborada únicamente para las empresas privatizadas, y la operatividad estatal de la misma, que se contrapone frontalmente a la normativa general de sociedades vigente en ese mismo Estado miembro(231).

Aspecto sin duda innovador de la doctrina establecida en esta sentencia es la diferenciación que establece el Tribunal de Justicia entre las posibles restricciones que de las legislaciones nacionales pueden resultar para el comercio de productos y para la circulación de capitales, ajustándose a los elementos diferenciadores característicos y básicos de la

---

por la legislación nacional en relación con los estatutos de la referida sociedad, ha de hacerse constar que tal sistema puede disuadir a los operadores de otros Estados miembros de invertir en el capital de dicha sociedad. En efecto, en virtud de dicho sistema, la aprobación de un número considerable de decisiones importantes relativas a PT (…) requieren el consentimiento del Estado portugués, dado que, como se exige en los estatutos de PT, dichas decisiones no pueden aprobarse sin la mayoría de los votos conferidos a las acciones (propiedad del Estado o de otras entidades públicas)», incluso «tal mayoría es necesaria, en particular, para toda decisión por la que se modifiquen los estatutos de PT, de modo que la influencia del Estado portugués en PT únicamente puede reducirse si el propio Estado lo consiente. De este modo, en la medida en que el mantenimiento de la titularidad de dichas acciones privilegiadas por parte del Estado portugués confiere a dicho Estado una influencia sobre la gestión de PT que no está justificada por la magnitud de la participación que mantiene en dicha sociedad, puede disuadir a los operadores de otros Estados miembros de efectuar inversiones directas en PT al no poder participar en la gestión y el control de dicha sociedad de modo proporcional al valor de sus acciones. Asimismo, disponer de las acciones especiales controvertidas puede generar un efecto disuasorio sobre las inversiones de cartera en PT en la medida en que la negativa del Estado portugués a aprobar una decisión importante, que los órganos de la sociedad de que se trate hayan presentado como beneficiosa para los intereses de ésta, puede, en efecto, pesar sobre el valor de las acciones de dicha sociedad y, por lo tanto, sobre el aliciente de una inversión en tales acciones. En tales circunstancias, procede considerar que el mantenimiento por parte del Estado portugués de la titularidad de las acciones privilegiadas de que se trata constituye una restricción a la libre circulación de capitales en el sentido del artículo (63 TFUE)». Continúa indicando aquella sentencia: «Respecto a la proporcionalidad de las disposiciones nacionales controvertidas, debe destacarse, que el ejercicio de los derechos especiales que confiere al Estado portugués la posesión de acciones privilegiadas del capital social de EDP no está sujeto a ningún requisito ni circunstancia específica y objetiva (…). En efecto, (…) la creación de acciones privilegiadas en el capital social de EDP, que confieren derechos especiales al Estado portugués, está supeditada al requisito —formulado de manera muy general e imprecisa— de que lo exijan razones de interés nacional, (…) ni dicha Ley ni los estatutos de EDP establecen criterios relativos a las circunstancias específicas en las que deben ejercerse esos derechos especiales. Lo mismo (ha de concluirse cuando se) somete el nombramiento de un administrador por el Estado portugués a un requisito —formulado también de manera muy general e imprecisa— relativo a la protección del interés general. Así pues, esta incertidumbre constituye un menoscabo considerable de la libre circulación de capitales en la medida en que confiere a las autoridades nacionales, respecto del ejercicio de los referidos derechos, un margen de apreciación con tal carácter discrecional que dicho margen no puede considerarse proporcionado en relación con los objetivos perseguidos».

(231) El Código Portugués de las Sociedades Mercantiles, en su artículo 391, apartado 2, dispone que «el contrato de sociedad podrá estipular que la elección de los administradores deberá ser aprobada por un número de votos correspondiente a una fracción determinada del capital o que la elección de algunos de ellos, cuyo número no podrá exceder de un tercio del total, deberá ser también aprobada por la mayoría de los votos conferidos por determinadas acciones, si bien el derecho de nombrar administradores no podrá atribuirse a determinadas categorías de acciones». Precisando la sentencia del Tribunal de Justicia que «debe señalarse asimismo que la creación de estas acciones privilegiadas no resulta de la aplicación normal del Derecho de sociedades, en la medida en que tales acciones están destinadas, como excepción a lo dispuesto por (aquel Código), a permanecer en manos del Estado y, por tanto, no son transmisibles».

«era industrial» o «post-industrial» y la «era de las finanzas», cuidándose de establecer una clara línea divisoria en base a las siguientes consideraciones:

— «No puede obstaculizar el comercio entre los Estados miembros la aplicación a productos procedentes de otros Estados miembros de disposiciones nacionales que limiten o prohíban, en el territorio del Estado miembro de importación, ciertas modalidades de venta, siempre que, en primer lugar, se apliquen a todos los operadores afectados que ejerzan su actividad en el territorio nacional y, en segundo lugar, que afecten del mismo modo, de hecho y de Derecho, a la comercialización de los productos nacionales y de los procedentes de otros Estados miembros. El motivo es que dicha aplicación no puede impedir el acceso de estos últimos al mercado del Estado miembro de importación o dificultarlo más que el acceso de los productos nacionales».

— Por el contrario, cuando se trata de la libre circulación de capitales, aunque las disposiciones nacionales sean «indistintamente aplicables tanto a los residentes como a los no residentes, es necesario señalar que afectan a la situación del adquirente de una participación como tal, de modo que pueden disuadir a los inversores de otros Estados miembros de efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado», medidas (tales como autorizaciones, derechos veto, o nombramiento de Presidente) afectan, limitan y restringen aquella libertad fundamental, porque «reducen el interés en adquirir una participación en el capital social» de la empresa nacional privatizada, «en la medida en que crean instrumentos que pueden limitar la posibilidad de los inversores de participar en dicho capital para crear o mantener vínculos económicos duraderos y directos con ésta, que permitan participar de forma efectiva en la gestión o en el control de tal sociedad».

Se detiene también aquella resolución del Tribunal de Justicia en discurrir sobre si la legislación nacional concreta privatizadora, considerada en el asunto, y las consecuentes actuaciones del Estado deberían considerarse comprendidas en el ámbito de la libertad de establecimiento (artículo 49 TFUE) o de la libre circulación de capitales (artículo 63 TFUE). Resolviendo que, en principio y conforme a su reiterada jurisprudencia, desde el deber de respeto a ambas libertades deberían enjuiciarse aquella legislación y consiguientes medidas privatizadoras. No obstante es en relación con la prohibición general de restricciones de los movimientos de capitales impuesta por el artículo 63 TFUE desde la que lleva a cabo preponderantemente su enjuiciamiento. Lo que resulta coherente con la importancia asumida por la libre circulación de capitales en la «era de las finanzas».

Por ello el Tribunal de Justicia no tiene inconveniente en magnificar su doctrina según la cual deben calificarse de «restricciones», a efectos del artículo 63 TFUE, aquellas medidas nacionales que pueden impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores de otros Estados miembros de invertir en el capital de éstas. Esto es, tanto de efectuar inversiones «directas» como inversiones «de cartera», diferenciación que no obstante parece actualmente excesivamente simple y desajustada de la realidad, baste con considerar la creciente presencia de «accionistas activistas»[232].

(232) *Vid.* CHEFFINS, B., «La nueva realidad de los accionistas "activistas"», diario *Expansión* del 13 de junio de 2007, p. 10.

Sobre la base de que constituyen movimientos de capitales tanto unas como otras, las primeras en cuanto que se llevan cabo en forma de participación en una empresa mediante la posesión de acciones que confiera la posibilidad de participar de manera efectiva en su gestión y control, las segundas en cuanto que la adquisición de acciones o participaciones de una sociedad en el mercado de capitales efectuada con la única intención de realizar una inversión, sin la intención de influir en la gestión y el control de la empresa, no sólo no pierde su característica inversora, sino que la reafirma.

Ciertamente la creación de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» afecta también en sentido contrario a la igualdad de los accionistas a los inversores nacionales. No obstante el Tribunal de Justicia, por carecer de competencia respecto de aquellos tratos no igualitarios en un Estado miembro en relación con sus propios nacionales, se limita a enjuiciar semejantes desigualdades desde la perspectiva de la libre circulación de capitales entre los diferentes Estados miembros, logrando, a la postre, una benéfica doctrina respecto de la igualdad de los inversores (accionistas) nacionales dentro de cada Estado miembro, al indicar, que si bien las desigualdades propiciadas por los exorbitantes privilegios asociados a semejantes «acciones» eran «indistintamente aplicables tanto a los residentes como a los no residentes», circunstancia que argüía en su defensa el Estado *a quo*, consideraba que era necesario «señalar que (afectaban) a la situación del adquirente de una participación como tal, de modo que (podían) disuadir a los inversores de otros Estados miembros de efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado».

Rechaza de plano el Tribunal de Justicia la alegación del Estado demandado de que los derechos especiales controvertidos no afectaban en modo alguno a las inversiones directas ni a las inversiones de cartera en el capital social de la empresa privatizada, «dado que un gran número de acciones de (la) sociedad (estaba) en manos de inversores de otros Estados miembros». Cuidándose de destacar especialmente las restricciones que la creación de tales «acciones» provocaba para los inversores directos, que naturalmente perderían cualquier interés en adquirir una participación en el capital social de la empresa privatizada, en la medida en que creasen instrumentos que pudiesen limitar la posibilidad de los inversores de participar en dicho capital «para crear o mantener vínculos económicos duraderos y directos con ésta, que permitan participar de forma efectiva en la gestión o en el control de tal sociedad», lo que en absoluto resultaba desvirtuado por la constatación de la existencia de la «presencia de inversores directos en el accionariado» de la empresa nacional privatizada[233].

(233) Por otra parte, indica el Tribunal de Justicia, «el derecho de veto respecto de determinados acuerdos de la junta general de la sociedad nacional privatizada», así como «el derecho de nombrar al Presidente del Consejo de Administración», constituían restricciones a la libre circulación de capitales en el sentido del artículo 63 TFUE. Asimismo, apostilla el Tribunal de Justicia, la posesión por Estado miembro *a quo* de acciones «privilegiadas» con derechos especiales en el capital social de la empresa privatizada en cuestión podía «disuadir a los operadores de otros Estados miembros de invertir en el capital de esta última», destacando: a) Que la exigencia del «voto favorable del Estado» miembro *a quo*, especialmente en el caso de los acuerdos que modifiquen los estatutos de la empresa nacional privatizada en cuestión, «de modo que la influencia de ese Estado sobre la citada sociedad solamente puede verse disminuida con el consentimiento del propio Estado» y «puede disuadir a los operadores de otros Estados miembros de efectuar inversiones directas en el capital social»; b) Que «en la medida en que el derecho de veto confiere al referido Estado una influencia sobre la gestión y el control» de la empresa nacional privatizada, que no está justificada por la magnitud de la participación que mantiene en dicha sociedad, «puede disuadir a los operadores de otros Estados miem-

VI. OPCIÓN JURISPRUDENCIAL POR UN SISTEMA DIFUSO (FUZZY)», EN LA SOLUCIÓN DEL DILEMA «PROSCRIPCIÓN O JUSTIFICACIÓN» DEL MANTENIMIENTO DE «ACCIONES PRIVILEGIADAS», «ACCIONES DE ORO» O «GOLDEN SHARES», POR EL ESTADO, DIRECTA O INDIRECTAMENTE, EN EMPRESAS PRIVATIZADAS

La jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea que proscribía y solo excepcionalmente permitía y justificaba el mantenimiento por el Estado, directa o indirectamente, de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», en empresas privatizadas, debido a la aparición de nuevos y virulentos fenómenos «en un mundo globalizado», que ponen en riesgo y amenazan la seguridad pública y los intereses generales nacionales, manifiesta una clara evolución hacia posiciones menos restrictivas, y a solucionar el dilema entre «justificar o proscribir» mediante lo que podría denominarse un «sistema difuso» o «fuzzy».

La preeminencia e importancia de la libertad de establecimiento y de la libre circulación de capitales, consideradas «fundamentales» en la Unión Europea, han de concordarse con la circunstancia de que los «Estados miembros están facultados (…) para definir el alcance y la organización de sus servicios de interés económico general», pudiendo «tener en cuenta objetivos propios de su política nacional»[234]. La afirmación de que semejantes facultades deban ejercitarse «dentro del respeto del Derecho de la Unión» no hace más que abundar en semejante necesidad.

Aquellas libertades de circulación pueden ser utilizadas, con consecuencias catastróficas, por el «terrorismo global» y determinadas actuaciones de «fondos soberanos», y no cabe duda de que el Derecho de la Unión reconoce «el interés justificado que tienen los Estados miembros en proteger los intereses esenciales de su seguridad»[235]. La libre circu-

---

bros de efectuar inversiones directas en el capital social de esta última al no poder participar en la gestión y el control de dicha sociedad de modo proporcional al valor de sus acciones»; c) Que «asimismo, el derecho de veto atribuido al Estado puede generar un efecto disuasorio sobre las inversiones de cartera en el capital social» de la empresa nacional privatizada, en la medida en que la eventual negativa del Estado «a la aprobación de un acuerdo importante, que los órganos de la sociedad hayan presentado como beneficiosa para los intereses de ésta, puede, en efecto, pesar sobre el valor de las acciones de dicha sociedad y, por lo tanto, sobre el aliciente de una inversión en tales acciones»; d) Que la facultad atribuida al Estado de nombrar al Presidente del Consejo de Administración constituía una restricción a la libre circulación de capitales en la medida en que semejante facultad específica era una excepción al Derecho común de sociedades, habiendo sido establecida por una medida legislativa nacional «únicamente en beneficio de los actores públicos»; e) Que «al limitar la posibilidad de que los accionistas distintos del Estado portugués (participasen) en el capital social» de la empresa nacional privatizada «para crear o mantener vínculos económicos duraderos y directos con ésta, que (permitiesen) participar de forma efectiva en su gestión o en su control, el derecho de nombrar a un administrador, (podía) disuadir a los inversores directos de otros Estados miembros de invertir en el capital de esa sociedad».

(234) SSTJUE de 21 de septiembre de 1999, C-67/96, Albany, de 20 de abril de 2010, asunto C-265/08, Federutility, Assogas, Libarna Gas SpA, Collino Commercio SpA, Sadori Gas Srl, Egea Commerciale Srl, E.On Vendita Srl, Sorgenia SpA y Autorità per l'energia elettrica e il gas, y de 21 de diciembre de 2011, asunto C-242/10 Enel Produzione SpA y Autorità per l'energia elettrica e il gas, en el que participa: Terna rete elettrica nazionale SpA.

(235) Especialmente en el artículo 346 TFUE, según el cual: «1. Las disposiciones de los Tratados no obstarán a las normas siguientes: a) ningún Estado miembro estará obligado a facilitar información cuya divulgación considere contraria a los intereses esenciales de su seguridad; b) todo Estado miembro podrá adoptar las medidas que estime necesarias para la protección de los intereses esenciales de su seguridad y que se refieran a la producción o al comercio de armas, municiones y material de guerra; estas medidas no deberán alterar las condiciones de competencia en el mercado interior respecto de los productos que no estén destinados a fines específicamente militares».

lación de capitales aparece como la libertad de circulación más implicada en semejantes amenazas. Por ello el Tribunal de Justicia no ha dudado en afirmar lo siguiente:

— Que «las medidas nacionales que restringen la libre circulación de capitales pueden verse justificadas por razones imperiosas de interés general, siempre que sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo»[(236)].

— Que la libre circulación de capitales puede ser restringida «por las razones mencionadas en el artículo 65 TFUE»[(237)].

— Que «no puede negarse que el objetivo invocado de «garantizar la seguridad (del abastecimiento energético)»[(238)] de un Estado miembro «en caso de crisis, guerra o terrorismo puede constituir una razón de seguridad pública» que puede «justificar, eventualmente, un obstáculo a la libre circulación de capitales» [(239)].

Precisamente la garantía de la seguridad de abastecimiento ha sido reiteradamente alegada para justificar normas y actos nacionales que permitían el mantenimiento por el Estado, directa o indirectamente, de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», en empresas privatizadas que atendían esos requerimientos y exigencias energéticas, aunque se estimase por las propias autoridades nacionales que efectivamente constituían «restricciones de la libertad de establecimiento y de la libre circulación de capitales». Afirmándose que estaban justificadas en virtud de los artículos 52 TFUE[(240)] y 65 TFUE:

En cuanto que eran «necesarias para garantizar la seguridad del abastecimiento» (de productos energéticos o materias primas estratégicas, como el gas natural y petróleo) del país y eran las únicas que permitían «garantizarlo de una manera adecuada», dada la falta de instrumentos adecuados para ello en el ámbito de la Unión. Por «preocupaciones relativas a determinadas inversiones realizadas especialmente por los fondos soberanos o

---

(236) SSTJUE de 4 de junio de 2002, asunto 483/99, Comisión contra República Francesa, y de 4 de junio de 2002, asunto C-503/99, Comisión contra el Reino de Bélgica,

(237) Artículo 65 (antiguo artículo 58 CE): «1. Lo dispuesto en el artículo 63 se aplicará sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a: (…); b) adoptar las medidas necesarias para impedir las infracciones a su Derecho y normativas nacionales, en particular en materia (…) de supervisión prudencial de entidades financieras, establecer procedimientos de declaración de movimientos de capitales a efectos de información administrativa o estadística o tomar medidas justificadas por razones de orden público o de seguridad pública. 2. Las disposiciones del presente capítulo no serán obstáculo para la aplicación de restricciones del derecho de establecimiento compatibles con los Tratados. 3. Las medidas y procedimientos a que se hace referencia en los apartados 1 y 2 no deberán constituir ni un medio de discriminación arbitraria ni una restricción encubierta de la libre circulación de capitales y pagos tal y como la define el artículo 63.4».

(238) STJUE de 28 de septiembre de 2006, asuntos acumulados C-2872/04 y C-283/04, Comisión Europea contra el Reino de los Países Bajos.

(239) Así se afirma en STJUE de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa, según la cual «la importancia que los Estados miembros y la Unión Europea conceden a la protección de la seguridad del abastecimiento energético se pone de manifiesto especialmente, en lo que respecta al petróleo, en la Directiva 2006/67 y, en lo referente al sector del gas natural, en la Directiva 2003/55».

(240) Artículo 52 (antiguo artículo 46 CE): «1. Las disposiciones del presente capítulo y las medidas adoptadas en virtud de las mismas no prejuzgarán la aplicabilidad de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que prevean un régimen especial para los extranjeros y que estén justificadas por razones de orden público, seguridad y salud públicas».

aquellos eventualmente vinculados a organizaciones terroristas en empresas de los sectores estratégicos», que podían constituir «una amenaza para el abastecimiento» (de materias primas o productos energéticos).

Ciertamente el fenómeno del «terrorismo global» (de concretos, pero variados grupos, así como de algunos Estados), respaldado por determinadas ideologías y religiones (lo que en sí mismo no constituye ciertamente un fenómeno ajeno al pasado siglo XX, «el más sangriento de la historia humana»(241)), constituye un fenómeno amenazador actual con posibles resultados «exterminacionistas» o eliminacionistas», porque cuenta con el apoyo de los grandes avances tecnológicos, así como con medios muy potentes y sofisticados de adoctrinamiento e información global(242). Al extremo de tenerse que adoptar medidas contra un terrorismo tanto «externo» como «interno», lo que hace muy poco tiempo se concebía sólo en su primera manifestación, antes en base a los artículos 60, 301 y 308 CE, ahora frente a las dos manifestaciones en base al artículo 75(243) TFUE.

Todo ello afecta de manera primordial a la libre circulación de capitales, incidiendo en el buen funcionamiento del mercado interior de capitales y la prestación de servicios financieros; también resulta afectada la libertad de establecimiento dada su íntima relación con la libre circulación de capitales. Habiéndose adoptado medidas concretas frente a semejantes amenazas(244), cuyos efectos sobre los mercados y movimientos de capitales están aún por evaluarse.

---

(241) DEL PONTE, C., *La Caza. Yo y los criminales de guerra*, editorial Ariel, Ariel Biografías y Memorias del siglo XX, Barcelona, 2009, p. 50; Baste con la cita de Daniel JONAH GOLDHAGEN, *Los verdugos voluntarios de Hitler. Los alemanes corrientes y el holocausto*, Taurus, Madrid, 1997; RAYFIELD, D., *Stalin y los verdugos*, Taurus, Madrid, 2003; Joan-Carles MÈLUICH, *La lección de Auschwitz*, Herder, Barcelona, 2004; Margarete BUBER-NAUMAN, *Prisionera de Stalin y de Hitler*, Galaxia Gütenberg, Barcelona, 2005; John BOYNE, *El niño del pijama a rayas*, Salamandra, Barcelona, 2007; Jona OBERSKI, *Infancia*, Ediciones B, Barcelona, 2008; Vivien SPITZ, *Doctores del infierno*, Tempus, Barcelona, 2009; Erika MAN, *Cuando las luces se apagan*, Ediciones Destino, Barcelona, 2009; Alexandr SOLZHENISTYN, *Archipiélago Gulag*, Tusquets Editores, MDS Books/Mediasat, impreso en Italia, 2002; Vasili GROSSMAN, *Todo fluye*, Galaxia Gutenberg, Barcelona, 2008; Stapane COURTYOIS, Nicolas WERTH, Jean-Louis PARNÉ, Abdrzej PACZKOWSKI, Karel BARTOSEK y Jen-Louis MARGOLIN, *El libro negro del comunismo*, Espasa Calpe/Editorial Planeta, Madrid-Barcelona, 2008; Agustín DE FOXÁ, *Madrid, de corte a checa*, El Buey Mudo, Madrid, 2009; Enzo PACE, *Los fundamentalismos*, Siglo XXI Editores, Madrid, 2006; ELORZA, A., *Los dos mensajes del Islam. Razón y violencia en la tradición islámica*, Ediciones B, Barcelona, 2008; Laurence REES, El holocausto asiático. Los crímenes japoneses en la segunda guerra mundial, Crítica, Barcelona, 2009; RUIZ, J., *El Terror Rojo*, Espasa, Barcelona, 2012; BELLVER, J.M., «Cuando el "buen salvaje" era un simple mono de feria», *El Mundo* del 6 de diciembre de 2011, pp. 32-33.

(242) Que se siente como una amenaza, especialmente por las poblaciones de los países occidentales tras los actos terroristas del 11-S (New York, 11 de septiembre de 2001) y 11-M (Madrid, 11 de marzo de 2003).

(243) Cuya redacción es la siguiente: «Cuando sea necesario para lograr los objetivos enunciados en el artículo 67, en lo que se refiere a la prevención y lucha contra el terrorismo y las actividades con él relacionadas, el Parlamento Europeo y el Consejo definirán mediante reglamentos, con arreglo al procedimiento legislativo ordinario, un marco de medidas administrativas sobre movimiento de capitales y pagos, tales como la inmovilización de fondos, activos financieros o beneficios económicos cuya propiedad, posesión o tenencia ostenten personas físicas o jurídicas, grupos o entidades no estatales».

(244) Ejemplo de ello es que el 16 de enero de 2002, el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas aprobó la Resolución 1390, que fija las medidas que debían imponerse con respecto a Usamah bin Ladin, los miembros de la organización Al-Qaida y los talibanes y otras personas, grupos, empresas y entidades con ellos asociados, manteniendo las medidas de congelación de fondos impuestas mediante las Resoluciones 1267 (1999) y 1333 (2000). Para su aplicación la Unión Europea aprobó, el 27 de mayo de 2002, la Posición común 2002/402/PESC, derogando las Posiciones comunes 96/746/PESC, 1999/727/PESC, 2001/154/PESC y 2001/771/PESC. Aquella Posición común de

Se suma a la amenaza «terrorista» la actuación de determinados «fondos soberanos» [245], que ha generado importantes preocupaciones, al extremo de haber sido «varias las sugerencias que se han desprendido del debate público como posibles respuestas europeas a los fondos soberanos (que) incluyen (...) un sistema de emisión de acciones específicas («golden shares») para la inversión extranjera de fuera de la UE» [246].

La posibilidad de un control judicial independiente, conforme a la clásica división de poderes fundamento de la democracia moderna, se torna en un elemento fundamental para la admisibilidad de la creación por los Estados miembros de la Unión Europea de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» mantenidas, directa o indirectamente, por el Estado en empresas privatizadas. De modo que no solo la jurisprudencia del Tribunal de Justicia ha exigido esa posibilidad del control judicial efectivo, sino que éste ha sido, a la postre, pacíficamente admitido por los Estados miembros. De tal modo, se afirma [247], que «si el Estado ejerciera dichos derechos sin basarse en una

---

2002 ordena, en particular, que prosiga la congelación de los fondos y otros activos financieros o recursos económicos de las personas, grupos, empresas y entidades a los que se refería la lista establecida en las Resoluciones 1267/1999 y 1333/2000. También el 27 de mayo de 2002 se adoptó el Reglamento (CE) núm. 881/2002 del Consejo, por el que se imponen determinadas medidas restrictivas específicas dirigidas contra determinadas personas y entidades asociadas con Usamah bin Ladin, la red Al-Qaida y los talibanes, derogándose el Reglamento (CE) núm. 467/2001 por el que se prohibía la exportación de determinadas mercancías y servicios, ampliándose la congelación de capitales y otros recursos financieros de determinadas organizaciones terroristas. Mediante el Reglamento (UE) núm. 1286/2009 del Consejo, de 22 de diciembre de 2009, se modificó el Reglamento (CE) núm. 881/2002.

(245) Se indica en la Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones, «Un enfoque común en materia de fondos soberanos», de 27.2.2008, COM(2008) 115 final, Introducción, I, lo siguiente: «Los fondos soberanos se definen por lo general como vehículos de inversión de propiedad estatal que gestionan una cartera de activos financieros nacionales e internacionales. Su aparición se remonta a los años 50, momento en el que algunos países, grandes exportadores de materias primas, en particular de petróleo, buscaron una forma de inversión de los fondos de sus reservas de divisas. Aunque tienen más de treinta años, a lo largo de la última década su presencia se ha extendido rápidamente hasta convertirse en una fuente de inversión de importancia sistémica. Suponen una fuente de inversión y liquidez del mercado en momentos de auténtica presión. Sin embargo, dada su condición de vehículos de propiedad estatal, son varias las voces que señalan el riesgo de que estas inversiones puedan interferir en el funcionamiento normal de las economías de mercado. Todas las previsiones indican que los fondos soberanos seguirán registrando un rápido crecimiento tanto en tamaño como en número, crecimiento que intensificará tanto las oportunidades que ofrecen como las preocupaciones que suscitan (…). Los intereses legítimos de los ciudadanos y de los operadores del mercado europeos y la necesidad de seguridad de los propios fondos soberanos, requieren una mayor transparencia, previsibilidad y coherencia en esta área». Más adelante en el apartado 2.3 añade siguiente: «Una objeción más específica a la adquisición de acciones por parte de los fondos soberanos se refiere al modo opaco en que operan algunos de ellos y a su posible instrumentalización para conseguir un control estratégico. Esta preocupación les distingue de otros tipos de fondos de inversión. Existe el temor de que, independientemente del objetivo inicial, la inversión de los fondos soberanos en algunos sectores pudiera utilizarse para fines distintos de la obtención del máximo rendimiento (…) determinadas participaciones podrían influir en las decisiones de empresas que operan en áreas de interés estratégico o que gestionan canales de distribución de interés para los países a los que pertenecen los fondos. De forma más general, las decisiones empresariales y de inversión podrían orientarse en favor de los intereses políticos de los propietarios de los fondos soberanos. Aunque en la mayor parte de los casos los fondos soberanos son inversores de cartera y han evitado tomar participaciones de control o buscar un papel formal en los procesos de toma de decisiones de las sociedades participadas, existe el temor de que los fondos soberanos traten de adquirir participaciones de control en empresas».

(246) Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al comité Económico y Social y al Comité de las Regiones, «Un enfoque común en materia de fondos soberanos», de 27.2.2008, COM(2008) 115 final, punto 4.1, aun cuando advierta que «todas estas sugerencias corren el peligro de emitir la señal equivocada de que la UE abandona su compromiso con un régimen abierto de inversión», y que «estas respuestas son difíciles de conciliar con la legislación de la UE y con las obligaciones internacionales».

(247) STJUE de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

amenaza real y grave para la seguridad del abastecimiento, cometería una infracción que cualquier accionista podría invocar ante los tribunales nacionales, tanto administrativos como civiles».

Las alegaciones de que los privilegios extraordinarios de los que disponían tan singulares accionistas (los Estados) respetaban de por sí el principio de proporcionalidad[248], y de la inexistencia de medidas menos restrictivas que les confiriesen «la posibilidad de reaccionar de manera rápida y eficaz en caso de amenaza real y grave de la seguridad del abastecimiento»[249], han sido constantemente aducidas por los Estados miembros creadores de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares». Los cuales no han dudado en afirmar, en otro orden de consideraciones, también la compatibilidad de semejantes privilegios con el Derecho de la Unión en virtud del artículo 106 TFUE[250], puesto que eran necesarios para que las empresas privatizadas pudieran desempeñar «de manera adecuada las misiones de gestión de los servicios de interés económico general que el Estado (les había) encomendado»[251].

A semejantes alegaciones se ha contrapuesto que la alusión al artículo 106 TFUE no resultaba pertinente porque, de una parte, aquel precepto únicamente se refería o afectaba a una determinada categoría de empresas y no a los Estados miembros y, por otra parte, porque no se trataba de derechos especiales que el Estado hubiera concedido a la empresa nacional privatizada, «sino derechos especiales del Estado en dicha sociedad». No obstante, el Tribunal de Justicia consideró que aquella disposición, ciertamente, podía invocarse para justificar la concesión, por parte de un Estado miembro, a una empresa encargada de la gestión de servicios de interés económico general, de derechos especiales o exclusivos contrarios a las normas del Tratado, en la medida en que el cumplimiento de la misión específica a ella confiada no pudiese garantizarse sino mediante la concesión de tales derechos, y siempre que el desarrollo de los intercambios comerciales no resulte afectado de una forma contraria al interés de la Unión.

En contra de la posibilidad de que los derechos especiales del Estado en una empresa nacional privatizada pudieran justificarse por «razones de seguridad pública» (como la seguridad del abastecimiento energético), se adujo que generalmente los privilegios extraordinarios de los que se disponía mediante las «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» eran contrarios al principio de proporcionalidad por no ser «adecuados» a las finalidades aducidas, sino únicamente instrumentos «destinados a perseguir el interés privado de la sociedad y no el interés nacional». Lo que se manifestaba corrientemente en

---

(248) STJUE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07, Comisión Europea contra República Italiana.

(249) STJUE de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

(250) Artículo 106 (antiguo artículo 86 TCE): «1. Los Estados miembros no adoptarán ni mantendrán, respecto de las empresas públicas y aquellas empresas a las que concedan derechos especiales o exclusivos, ninguna medida contraria a las normas de los Tratados, especialmente las previstas en los artículos 18 y 101 a 109, ambos; 2. Las empresas encargadas de la gestión de servicios de interés económico general o que tengan el carácter de monopolio fiscal quedarán sometidas a las normas de los Tratados, en especial a las normas sobre competencia, en la medida en que la aplicación de dichas normas no impida, de hecho o de derecho, el cumplimiento de la misión específica a ellas confiada. El desarrollo de los intercambios no deberá quedar afectado en forma tal que sea contraria al interés de la Unión; 3. La Comisión velará por la aplicación de las disposiciones del presente artículo y, en tanto fuere necesario, dirigirá a los Estados miembros directivas o decisiones apropiadas».

(251) STJUE de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa.

la falta de criterios objetivos y precisos que regulasen el ejercicio de dichos derechos, con la consecuencia de resultar su aplicación «en la práctica, totalmente discrecional».

Argumentaciones y contra-argumentaciones que llevaron al Tribunal de Justicia de la Unión Europea a afirmar que cualesquiera «exigencias de seguridad pública, en particular como excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, deben interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones de la Unión. Por tanto, la seguridad pública sólo puede invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad»(252). Esto es, no se puede invocar un motivo relativo a la seguridad nacional o a los intereses generales, sin precisar las razones exactas por las que se considera que cada uno de los derechos especiales vinculados a las concretas «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», o todos ellos, permiten evitar tal menoscabo a un interés fundamental nacional(253).

En una situación mundial tan compleja por la concurrencia de los fenómenos aludidos, gravemente perturbadores para la subsistencia de los Estados miembros, de la Unión Europea, y naturalmente de sus sistemas de economía de mercado, parece razonable la posición del Tribunal de Justicia optando por un sistema difuso (*fuzzy*), en la solución al dilema, que se le ha planteado, entre proscribir o la justificar el mantenimiento por los Estados miembros de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares», en las empresas privatizadas.

(252) STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-5453/08, y de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, ambos asuntos Comisión contra República Portuguesa.

(253) Apostillando aquel Tribunal de Justicia en su sentencia de 10 de noviembre de 2011, asunto C-212/09, Comisión Europea contra República Portuguesa: a) Que no cabía estimar la alegación de que el Derecho de la Unión, en su estado actual, «no garantiza suficientemente la seguridad del abastecimiento (energético) de los Estados miembros», lo que obligaría a los Estados miembros a «adoptar las medidas nacionales pertinentes para garantizar la protección de dicho interés fundamental para la sociedad»; b) Que incluso si se admitiera que, con arreglo a las normas del Derecho derivado de la Unión, los Estados miembros están obligados a garantizar el abastecimiento (energético) en su territorio nacional, «no puede invocarse el cumplimiento de tal obligación para justificar cualquier medida en principio contraria a una libertad fundamental».

NO ES ORO TODO LO QUE RELUCE EN LAS MICROFINANZAS: LA NECESIDAD DE UNA REGULACIÓN INTERNACIONAL(*)

PROF.ª DR.ª MARTA GARCÍA MANDALONIZ

Profesora Titular de Derecho Mercantil. Universidad Carlos III de Madrid

RESUMEN

Las microfinanzas y, en particular, los microcréditos se han visto salpicados en los últimos tiempos por las prácticas abusivas que han ejercido diversos agentes prestamistas. Su misión original de alivio de la pobreza ha ido perdiéndose en la búsqueda del máximo beneficio a través de la imposición de unos elevados tipos de interés. El presente es un buen momento para replantear los cimientos sobre los que se sustentan las microfinanzas. El pilar básico sobre el que debieran sostenerse es la regulación. Desde el presente estudio se reclama una regulación internacional específica que apueste por la transparencia, la protección del cliente, la accesibilidad, unos tipos de interés razonables y ética profesional. Las microfinanzas han de ser unas finanzas socialmente responsables.

ABSTRACT

Microfinance, and in particular microcredits, have been lately discredited by reason of the abusive practices committed by some money lenders. Their main goal, fighting poverty, has been gradually abandoned in the search of increased profits through the imposition of higher interest rates. For these reasons, the time has come to rethink the groundings supporting microfinance. The basic pillar on which microfinance should be grounded is regulation. We need an international regulation aimed at reinforcing transparency, protecting borrowers, and providing a minimum level of access to the service at a reasonable cost, and under acceptable professional and ethical standards. Microfinance must consist of socially responsible financial services.

(*) El presente estudio (actualizado a 7 de julio de 2012) se ha elaborado en el marco de dos Proyectos de investigación. El primero: «El Derecho Uniforme del Comercio Internacional y su incidencia en el Derecho Mercantil español y en el contractual europeo: Principios UNIDROIT 2004 y arbitraje mercantil internacional en UNCITRAL» (DER2008-02244/JURI), fue financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación, bajo la dirección de la Catedrática de Derecho mercantil Pilar PERALES VISCASILLAS. Con la financiación recibida a través de este Proyecto, pude investigar en materia de microfinanzas gracias a la realización de una estancia, como *visiting scholar*, en el *International Trade Law Division of the United Nations Office of Legal Affairs, Secretariat of United Nations Commission on International Trade Law* (UNCITRAL-CNUDMI), dirigido por Mr. Renauld SORIEUL, *The Secretary, United Nations Commision on International Trade Law*. A él y a los demás integrantes de UNCITRAL *Secretariat* quisiera dar, desde aquí, mi más sincero agradecimiento por su acogida. Dicha estancia se unió a la asistencia —en calidad de Representante de España, por integrar la Delegación española enviada por la Subdirección General de Naciones Unidas y Asuntos Globales del Ministerio español de Asuntos Exteriores y Cooperación— al *International Colloquium on Microfinance*, organizado por la Secretaría de UNCITRAL, los días 12 y 13 de enero de 2011, en el *Vienna International Centre*. Más tarde, el citado Proyecto de Investigación financió mi inscripción, como Delegada, en la V Cumbre Mundial del Microcrédito, celebrada en Valladolid del 14 al 18 de noviembre de 2011. El segundo de los Proyectos —esta vez, del Grupo de investigación de la Universidad Carlos III de Madrid «Sociedad, tecnología y Derecho mercantil (SOCITEC)», que dirige el Prof. Dr. Rafael ILLESCAS ORTIZ, Catedrático de Derecho mercantil— se tituló: «Las EBTs académicas: modelos de creación y participación de las Universidades y organismos de investigación. Su instrumentalización y puesta en marcha» (CCG10-UC3M/HUM-5625), y fue co-financiado por la Comunidad de Madrid y la Universidad «Carlos III» de Madrid, bajo mi responsabilidad, como investigadora principal. Aprovecho estas líneas para agradecer al profesor ILLESCAS la entrega de materiales y la lectura del primer borrador de este texto. Los eventuales errores cometidos son de mi exclusiva responsabilidad.

Palabras clave: *Microfinanzas, microcréditos, tipos de interés, regulación.*

Key words: *Microfinance, microcredit, interest rates, regulation.*

SUMARIO

I. LAS MICROFINANZAS.

1. A modo de introducción: las microfinanzas para alcanzar el primer Objetivo de Desarrollo del Milenio: la lucha contra la pobreza extrema y el hambre.

2. El ámbito subjetivo de aplicación de las microfinanzas.

a) Instituciones de microfinanzas.
b) Microfinanzas para microempresas.

3. El ámbito objetivo de aplicación de las microfinanzas.

a) El papel principal de los microcréditos en las microfinanzas.
i. La barrera de las garantías de los microcréditos.
b) Entre otros microservicios financieros, los microseguros.

4. Las nuevas tecnologías al servicio de las microfinanzas.

II. NO ES ORO TODO LO QUE RELUCE EN LAS MICROFINANZAS.

1. El oro del Nobel de la Paz.

2. Las víctimas del oro.

III. LA NECESIDAD DE UNA REGULACIÓN INTERNACIONAL.

1. Una regulación internacional sobre las bases del Derecho del mercado financiero.

2. ¿Una limitación legal a los altos tipos de interés de los microcréditos?

3. A modo de conclusión: microfinanzas socialmente responsables sobre la base de una regulación internacional.

BIBLIOGRAFÍA.

End Extreme Poverty and Hunger
Millennium Developments Goals 2015
United Nations
«Make it happen»

I. LAS MICROFINANZAS

1. A modo de introducción: las microfinanzas para alcanzar el primer Objetivo de Desarrollo del Milenio: la lucha contra la pobreza extrema y el hambre

Dos mil setecientos millones de personas en el mundo carecen de recursos suficientes[(1)]. Mil cuatrocientos millones viven en condiciones de pobreza extrema[(2)]. Mil millones están desnutridos[(3)]. Dramático, preocupante, inaceptable[(4)] son algunos de los innumerables calificativos que se vienen a la mente cuando se escuchan, leen o recuerdan estas cifras. «Esfuerzo» es el vocablo que aparece acto seguido. Un esfuerzo cooperativo de promoción de las diversas vías existentes para intentar —ojalá, lograr— disminuir, por fin, la lacra de la pobreza. Éste es el primero de los ocho ambiciosos Objetivos de Desarrollo del Milenio que plantea la ONU para el año 2015: reducir a la mitad la tasa de pobreza y hambre[(5)]. ¿Utopía? La grave crisis económica y financiera internacional que (sobre) vivimos ha supuesto un importante revés, amenazando con desestabilizar los

(1) Esta escalofriante cifra la pronunció MORRISON, D. —en representación de UNCDF (*United Nations Capital Development Fund*)— en la ponencia que presentó en el *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*, celebrado en la Sede de Naciones Unidas, en Viena, los días 12 y 13 de enero de 2011. Por escrito, léase: MORRISON, D., «Microfinance and the Millennium Development Goals: the way forward», en, *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «Financial inclusion and poverty reduction: the role of financial inclusion in achieving the Millennium Developments Goals», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011, p. 1. La documentación correspondiente a esta ponencia está disponible en la página *web* oficial de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil (CNUDMI-UNCITRAL) en este *link*: <http://www.uncitral.org/pdf/english/colloquia/microfinance/MORRISON.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(2) «Se estima que 1,4 millardos de personas todavía vivían en condiciones de pobreza extrema en 2005», según ZUKANG, S., «Panorama general», en *Objetivos de Desarrollo del Milenio, Informe 2010*, Naciones Unidas, Nueva York, 2010, p. 4. En 1990 eran mil ochocientos millones de personas, por lo que la tasa de pobreza cayó durante ese período del 46% al 27%. *Vid.* NACIONES UNIDAS, *Objetivos de Desarrollo del Milenio, Informe 2010*, Naciones Unidas, Nueva York, 2010, p. 6. De modo muy gráfico, ABBAD SORT, M., *Microcréditos: préstamos a la dignidad*, Icaria, Barcelona, septiembre de 2010, pp. 27-28, indicaría que «si la enorme cola de personas pobres […] no se desordenara de una línea imaginaria que pudiera ser la del ecuador, […] le daría 18 vueltas al Planeta». «¿No seremos […] responsables de esa fila de víctimas desheredadas que le dan 18 vueltas a la Tierra?»

(3) *Vid.* NACIONES UNIDAS, *Objetivos de Desarrollo…*, *op. cit.*, p. 11, donde se anuncia que «La Organización para los Alimentos y la Agricultura de las Naciones Unidas estimó que la cantidad de personas con nutrición insuficiente en 2008 podría haber llegado a 915 millones y superaría los 1000 millones en 2009». Los datos efectivos confirmaron lamentablemente las previsiones. Según la FAO, el número de desnutridos alcanzó los mil millones de personas en 2009 y si bien, desde entonces, ha descendido hasta los 925 millones, está previsto que en los próximos años se produzca un nuevo aumento derivado de la inflación y la grave crisis alimentaria que el Planeta está sufriendo.

(4) «Poverty is an unacceptable human condition in the 21.º century». *Vid.* ASIAN DEVELOPMENT BANK, *Enhancing the fight against poverty in Asia and the Pacific. The poverty reduction strategy of the Asian Development Bank*, diciembre de 2004, p. 1, disponible en: <http://www.adb.org/Documents/Policies/Poverty_Reduction/2004/prs-2004.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(5) La erradicación de la pobreza extrema y el hambre como Objetivo número 1 de Desarrollo del Milenio se explicita en la página *web* oficial de la ONU: <http://www.un.org/spanish/millenniumgoals/poverty.shtml> (última consulta: 7 de julio de 2012). Dentro de este primer Objetivo son tres las metas concretas a alcanzar: la primera, reducir a la mitad, entre 1990 y 2015, la proporción de personas con ingresos inferiores a un dólar por día; la segunda, lograr el pleno empleo para todos, incluidos jóvenes y mujeres; y, el tercero, reducir a la mitad, entre 1990 y 2015, el porcentaje de personas que padecen hambre en el mundo.

tímidos progresos alcanzados. Los efectos de la crisis perdurarán[6], incluso, después de finalizada. Las esperanzas se debilitan. Las esperanzas no se pierden. «Los Objetivos de Desarrollo del Milenio todavía se pueden conseguir», en palabras del Sr. SHA ZUKANG, Sub-Secretario General de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas[7]. «Los Objetivos son alcanzables», recalca el Sr. BAN KI-MOON, Secretario General de las Naciones Unidas[8].

¿Cómo? En el desalentador y, a la vez, esperanzador contexto presentado, las microfinanzas surgen como un «carro de combate» para detener los desastres que ocasionan la pobreza y el hambre[9]. Hay que «pensar en macro» y «actuar en micro», «micro que lleva a macro»[10]. Las microfinanzas son un acelerador del ritmo de progreso[11]. Son un mecanismo de lucha contra la situación de desarraigo en la que se hallan los más desfavorecidos. Son el instrumento cardinal para la inclusión de los excluidos en el sistema financiero. Con el acceso de los más desamparados a la financiación se obtiene crecimiento, desarrollo, calidad y oportunidades. Existe, en efecto, una íntima ligazón entre las microfinanzas, la inclusión financiera[12] y la disminución de la pobreza gracias al acceso a los recursos para

---

(6) «Las tasas de pobreza serán algo mayores en 2015 o incluso más en 2020, de lo que hubiesen sido si la crisis no se hubiese producido», señalaría ZUKANG, S., «Panorama general…», *op. cit.*, p. 4. Asimismo, *vid.* NACIONES UNIDAS, *Objetivos de Desarrollo…*, *op. cit.*, p. 7.

(7) *Vid.* ZUKANG, S., «Panorama general…», *op. cit.*, p. 5, quien, además, indicó que «los países en vías de desarrollo en su conjunto todavía permanecen en camino de alcanzar la meta de reducción de la pobreza para 2015» (p. 4). En esta línea, léase también: NACIONES UNIDAS, *Objetivos de Desarrollo…*, *op. cit.*, pp. 6 y 7.

(8) El Secretario General de las Naciones Unidas escribió las palabras transcritas en el texto principal en: BAN, K.-M., «Prólogo», en *Objetivos de Desarrollo del Milenio, Informe 2010*, Naciones Unidas, Nueva York, 2010, p. 3.

(9) En la Resolución aprobada por la Asamblea General de las Naciones Unidas el 12 de febrero de 1998 (A/RES/52/193), en su quincuagésimo segundo período de sesiones, con ocasión del Primer Decenio de las Naciones Unidas para la erradicación de la pobreza, se instó a prestar atención a las finanzas accesibles para la mejora de las condiciones de quienes viven en la pobreza (p. 3). Seis días más tarde se aprobaría una Resolución específica sobre la función del microcrédito en la erradicación de la pobreza (A/RES/52/194, de 18 de febrero de 1998, 4 pp.). Otras Resoluciones estudiarían la íntima relación entre la microfinanciación y el combate de la pobreza: Resolución de 3 de marzo de 2005, de 12 de marzo de 2007 y 10 de marzo de 2009. Bangladesh, pionero en el microcrédito, «es un país que ha realizado un progreso tremendo hacia el logro de los Objetivos del Milenio. Su índice de pobreza ha bajado de un 57% estimado en 1991, al 40% en 2005. […] El país está en camino de lograr el objetivo de reducir la pobreza a la mitad en 2015», se mostraría esperanzador YUNUS, M., *Las empresas sociales. Una nueva dimensión del capitalismo para atender las necesidades más acuciantes de la humanidad*, Paidós, Madrid, febrero de 2011, p. 225.

(10) Nos hacemos eco de las palabras de ABBAD SORT, M., *Microcréditos…*, *op. cit.*, pp. 26, 81.

(11) MORRISON, D., «Microfinance and the Millennium…», *op. cit.*, p. 4, pondría el acento en que «financial inclusion is one of [the] factors that […] are critical to accelerate progress towards the MDGs [Millennium Development Goals]». El profesor KOZOLCHYK, B., «El crédito comercial y su efecto en la disminución de la pobreza», *DN*, núm. 199, abril de 2007, p. 7 (también publicado en: *Foro de Derecho Mercantil*, 2007) —tomando datos del estudio realizado, en diciembre de 2004, por ASIAN DEVELOPMENT BANK, «Enhancing…», *op. cit.*, p. 6— comentaría que «se ha comprobado que las oportunidades financiadas correctamente para el auto-empleo hacen una importante contribución a la disminución del índice de pobreza». «Los programas que promueven a las micro-empresas se han convertido en efectivos combatientes de la pobreza».

(12) Empleamos la expresión «inclusión financiera» como traducción literal del término anglosajón *«financial inclusion»*. A lo largo de nuestro trabajo también haremos algún uso de la expresión (un tanto malsonante en idioma español) «finanzas incluyentes o inclusivas», al traducir la expresión en inglés *«inclusive finance»*. Aun cuando, a veces, se utilicen como sinónimos, *stricto sensu*, la «inclusión financiera» es un concepto más amplio que el de «microfinanzas», al englobar, además de ellas, una extensa gama de servicios aptos para tal inclusión, entre los que destacamos la educación o alfabetización en la financiación.

la actividad comercial. Extiéndanse, pues, los lemas «microfinanzas para el comercio» y «comercio para acabar con el hambre en el mundo». Las microfinanzas no son un fin sino un medio para poner coto al azote de la pobreza por ser una herramienta básica para el desarrollo económico y la cohesión social. Con este doble impacto, económico y social, resultan indispensables para la instauración o, en su caso, avance en la consolidación del Estado de Derecho(13).

Las aseveraciones previas hay que ponerlas en entredicho desde estas primeras líneas introductorias. ¿Las microfinanzas están siendo en la actualidad la prometida panacea? Muchas son las dudas que surgen al respecto(14). La cuestión que subyace es si están siendo capaces de impactar en la mejora de la calidad de vida y provocar el descenso de la pobreza. Para tratar de conseguirlo (siendo complicado lograrlo)(15) no pueden actuar —y, de hecho, muchas veces no actúan— en solitario(16) sino en compañía de políticas públicas locales y nacionales que apoyan el acceso a servicios básicos, así como de medidas de formación e información, esto es, de educación financiera. Para conseguirlo las microfinanzas, además, debieran «renacer». El «renacimiento» que desde aquí se insta para ellas implica una vuelta a los orígenes del microcrédito, a sus raíces como fórmula de alivio de las dificultades de los más desamparados sin anteponer un rendimiento económico desmedido por parte de los prestamistas. La avaricia, persiguiendo el máximo beneficio, acumulando poder, elevando sin límite las tasas de interés o utilizando la presión para la devolución de las sumas prestadas, ha conducido a un cambio de rumbo y una pérdida de orientación de las microfinanzas. Algunas (demasiadas) prácticas que, en este sentido, han ido surgiendo en el pasado reciente han provocado una fuerte crisis interna que ha desestabilizado las bases que sustentaban el «edificio» sobre el que había ido construyéndose la figura de los microcréditos, primero, y el conjunto de las microfinanzas, después. Ahora nos hallamos ante un punto de inflexión. Es un buen momento para, con autocrítica, hacer frente a la crisis de credibilidad, reparando las «grietas» y ensamblando los «engranajes» microfinancieros. El propósito de disminuir la pobreza extrema y el hambre a través de la inclusión financiera de los más necesitados debe seguir siendo perseguido por las microfinanzas. El primero de los Objetivos de Desarrollo del Milenio —aun estando cada vez más lejos— no puede esperar más.

---

(13) *Vid.* BALKENHOL, B., «Why financial inclusion matters to the working poor?», en, *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «The global enabling environment for microfinance: the G20, the Financial Action Task Force, the Basel Committee and other standards», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

(14) En varios estudios se ha planteado la cuestión de si están sobrevaloradas las microfinanzas, en cuanto a su impacto directo en la reducción de la pobreza. En este sentido, CÉSPEDES, F., en la sesión plenaria de la V Cumbre Mundial del Microcrédito, el 15 de noviembre de 2011, se preguntaba si esta relación era un mito o una realidad.

(15) *Vid.* MAES, J. P.; REED, L. R., *Informe del Estado de la Campaña de la Cumbre del Microcrédito 2012*, Campaña de la Cumbre del Microcrédito, Washington, 2012, p. 4 (en versión disponible desde finales de 2011), donde se advierte que «es casi seguro» que no se logrará.

(16) Como reconoció el Informe del Estado de la Campaña de la Cumbre de Microcrédito 2011 (celebrada en Valladolid los días 14 a 17 de noviembre de 2011) —presentado en Washington el pasado 7 de marzo de 2011, firmado por REED, L. R., y disponible en: <http://globalmicrocreditsummit2011.org/userfiles/files/Embargoed/SOCR%20 2011%20SP%20-%20EMBARGOED.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012)— «el microcrédito, por sí solo, […] no es suficiente». No se puede lograr «la meta de asegurar que 100 millones de familias atraviesen el umbral de US$1,25 al día, con el microcrédito solamente».

2. El ámbito subjetivo de aplicación de las microfinanzas

El reproche que acabamos de plantear —y habrá tiempo de desarrollar— a determinadas y recientes actuaciones de los agentes que intervienen en el sector de las microfinanzas nos hace clavar la mirada enseguida en los sujetos que interactúan en este terreno. ¿Cuál es el ámbito subjetivo de aplicación de las microfinanzas? En uno de los «platillos» de la «balanza» se sitúan las instituciones microfinancieras (IMFs, en su acrónimo castellano, o MFI, en inglés); en la otra, su clientela o, en otras palabras, los clientes-beneficiarios de las medidas de apoyo. Comencemos nuestro estudio por las primeras para detenernos, *a posteriori*, en los segundos, que han de ser los favorecidos por las microfinanzas, en particular, y por la política de inclusión financiera, en general.

a) Instituciones de microfinanzas

Las instituciones que actúan en el vasto campo de la microfinanciación han venido adoptando muy distintos «ropajes». Al pionero *Grameen Bank* se fueron añadiendo entidades sin ánimo de lucro como fundaciones, asociaciones u organizaciones sociales, muchas veces ONG, con fines generales o financieros. Fueron ellas las que, poco a poco, se ocuparon de desarrollar un papel crucial en el desenvolvimiento de las microfinanzas para demoler la lacra de la pobreza[17]. En un sentido muy restringido, serían éstas las IMFs propiamente dichas. Las opciones, no obstante, desbordan hoy en día esta primigenia configuración. Entes corporativos con ánimo de lucro, como las sociedades mercantiles, también son estructuras por medio de las que se están distribuyendo recursos de dimensión micro a los más necesitados para el ejercicio de una actividad comercial con la que cubrir sus necesidades vitales. No se «cierra el abanico» todavía. Allí donde el nivel de acceso a los servicios financieros es escaso, existen redes de corresponsales no bancarios (dentro del *branchless banking*), esto es, intermediarios no financieros tales como tiendas, farmacias, quioscos o supermercados, mediante los que actúan los intermediarios financieros para ampliar su cobertura financiera, fundamental aunque no exclusivamente, en distintas regiones de Latinoamérica[18]. Se trata, en suma, de la búsqueda y el encuentro de nuevos canales de distribución para la población menos bancarizada[19]. El «abanico se abre» aún más. Visto desde el más amplio de los sentidos, las entidades de crédito, directa o indirectamente a través de filiales, se han ido introduciendo de lleno en este sector en tiempos

(17) *Vid.* CONSULTATIVE GROUP TO ASSIST THE POOR (CGAP), *Transforming NGO MFIs: critical ownership issues to consider*, núm. 13, junio de 2008, p. 17.

(18) Es el caso destacado de Colombia. Al respecto, fue de interés el relato de MOYA, C. —del denominado «Banco de las oportunidades— en su ponencia: «Una política para promover el acceso a servicios financieros buscando equidad social», UNCITRAL *International Colloquium on Microfinance.* Panel: «The overall policy context for enabling inclusive finance», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011. Según noticia de la Secretaría de Prensa de la Presidencia de la República de Colombia en febrero de 2008 estaban contabilizados 3.436 corresponsales no bancarios (regulados por Decreto núm. 2233 de 2006), de los cuales 3.251 eran del Citibank. Datos más recientes confirman cómo el crecimiento ha sido de un 72,6%, pasando de 5.617 en diciembre de 2009 a 9.698 en el mismo mes de 2010, conforme a las cifras del Banco de las Oportunidades. Colombia no es el único caso. En general, en Latinoamérica está obteniendo un gran potencial la práctica de actuar a través de los corresponsales no bancarios. *Vid.*, *ad ex.*, GARCÍA ALBA, J. (coord.), *Telefonía móvil y desarrollo financiero en América Latina*, Ariel; BID, Barcelona, 2009, pp. 27, 31, 42, 87-89, 116-118; WHEATLEY, J., «Small is beautiful for Latin America's pioneers», *Financial Times*, 27 de febrero de 2009, p. 18.

(19) *Vid.* GARCÍA ALBA, J. (coord.), *Telefonía móvil…*, *op. cit.*, p. 42.

recientes[20]. Es la «bancarización» de la microfinanciación[21]. Los Bancos son una —la principal— de las categorías de entidades de crédito existentes. En España, las Cajas de Ahorro (habiendo seguido un intenso proceso de reestructuración o redimensionamiento, saneamiento y transformación o desaparición)[22], las cooperativas de crédito (agrícolas o no), los entes públicos de crédito (Instituto de Crédito Oficial: ICO), los establecimientos financieros de crédito o las entidades de dinero electrónico son también, conforme a la legislación, instituciones caracterizadas por la concesión de crédito[23]. A diferencia de otros, en nuestro país la operativa de concesión de microcréditos está restringida legalmente a las entidades de crédito, que buscan y encuentran el apoyo, como intermediarias, de las ESAM (Entidades Sociales de Apoyo al Microcrédito)[24]. Dentro del amplio grupo de entidades

(20) Por lo que se refiere a la introducción de la banca en el sector de las microfinanzas y al vigoroso impulso que estas entidades han proporcionado, así como a sus ventajas e inconvenientes, léase, en extenso: FERRERO FERRERO, I.; MUÑOZ TORRES, M.ª J.; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.ª A., «Contextualización del microcrédito en el sistema bancario mundial», en FERRER RIQUELME, J.; GINÉS VILAR, M. (ed.), Experiencias *internacionales sobre microfinanzas. Manual del microcrédito*, Publicaciones de la Universidad Jaume I, Castellón de la Plana, 2010, pp. 97-120. Ejemplo nacional es el de Filipinas —galardonado (en segunda posición) por el *Economist Intelligence Unit's Global Microscope on Microfinance*— donde, al principio, tan solo veinte instituciones actuaban en el campo de la microfinanciación, mientras que en la actualidad superan los dos centenares, de las que aproximadamente el 60% son bancos, y el resto cooperativas y ONG. *Vid.* CABRAL JIMÉNEZ, E., «The microfinance and inclusive finance agenda: the BSP experience», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «The overall policy context for enabling inclusive finance», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

(21) En torno a la amenaza que supone la denominada «bancarización» para los más pobres, léase, de modo breve, DURÁN NAVARRO, J. (coord.), «Conclusiones del primer encuentro nacional de microfinanzas y reflexiones sobre los principales elementos de discusión», *Foro de Microfinanzas*, núm. 15, julio de 2011, pp. 18, 35.

(22) El proceso inicial de reestructuración se vio favorecido 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 (BOE núm. 155, de 27 de junio de 2009, pp. 53194-53212 [RCL 2009, 10575]), que creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Desde entonces, se ha ido dictando la siguiente serie encadenada de normativa al respecto: Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros (BOE núm. 169, 13 julio 2010, pp. 61427-61457 [RCL 2010, 11086]; rect. BOE núm. 173, de 17 de julio de 2010, p. 63091 [RCL 2010, 11425]); Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero (BOE núm. 43, de 19 de febrero de 2011, pp. 19213-19239 [RCL 2011, 3254]; rect. BOE núm. 49, de 26 de febrero de 2011, p. 22651 [RCL 2011, 3703]); Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de entidades de crédito (BOE núm. 249, de 15 de octubre de 2011, pp. 107985-107993 [RCL 2011, 16173]); Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero (BOE núm. 30, de 4 de febrero de 2012, pp. 9889-9913 [RCL 2012, 1674]); y Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (BOE núm. 114, de 12 de mayo de 2012, pp. 35110-35120 [RCL 2012, 6280]). Información, actualizada a junio de 2012, sobre el proceso de reestructuración del sistema financiero se encuentra disponible en la página web oficial del Banco de España: <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/info_interes/reestructuracion.html> (última consulta: 7 de julio de 2012). Para mayor detalle, *vid. infra* nota a pie de página núm. 34.

(23) Conforme a la definición legal que se acogió en España merced al artículo 1.1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas (BOE núm. 155, de 30 de junio de 1986, pp. 23727-23729 [RCL 1986, 17236]); en la redacción otorgada por el artículo 21.11 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero (BOE núm. 281, de 23 de noviembre de 2002, pp. 41273-41331 [RCL 2002, 22807]). La normativa financiera citada está en consonancia con el artículo 4 de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a las actividades de las entidades de crédito y a su ejercicio (DO L 177, de 30 de junio de 2006, 200 pp.); por la que se deroga (art. 158) la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000 (DO L 126, de 26 de mayo de 2000, 59 pp.).

(24) Un estudio monográfico sobre las ESAM se recoge en: RICO GARRIDO, S. (*et al.*), «Las Entidades Sociales de Apoyo al Microcrédito: su papel en la concesión de microcréditos en España», *Foro de Microfinanzas*, núm. 3, pp. 7 y ss.

crediticias, salvo excepciones, sólo las Cajas de Ahorro —por su forma jurídica de instituciones de naturaleza privada con finalidad social, con orígenes históricos en los Montes de Piedad, y hoy prácticamente desaparecidas— y el ICO han sido quienes han hallado encaje en la praxis española de otorgamiento de microcréditos(25).

Más allá de nuestras fronteras, *a priori*, no tendría por qué plantear inconveniente alguno la actuación a través de una dilatada gama de IMFs, crediticias y no crediticias, comerciales y no comerciales. *A contrario*, tendría que ser un elemento a favor del desenvolvimiento mundial de la microfinanciación. *Ab initio*, cuantas más, y más variadas, instituciones actúen mayores posibilidades habrá de realizar una efectiva financiación incluyente para los excluidos. El problema no está en la forma jurídica adoptada(26). El problema (el primero de ellos) surge cuando se constata cómo en algunos Estados no todas las IMFs están registradas. Las que no se registran (gran parte) escapan de la regulación y supervisión. El escape obviamente no se produce para las entidades de crédito —cuya actividad consiste en recibir depósitos u otros fondos reembolsables del público y conceder por cuenta propia créditos—, al operar cumpliendo una estricta legislación (en términos de transparencia, capital mínimo o reservas), además de estar bajo la supervisión y control de los correspondientes Bancos Centrales. El escape se da, en cambio, en aquellas IMFs que no reciben tales depósitos y fondos, no siendo objeto de consolidación cautelar por parte de una entidad de crédito. En este caso, muchas no quedan obligadas a someterse a la regulación prudencial(27) y a las estrictas exigencias legales aplicables a las entidades de crédito(28). Aquel escape podría derivar y, de hecho, bastantes veces ha derivado en abusos perjudiciales para los microprestatarios(29). Frente a las IMFs que hacen microfinanzas

---

(25) Aparte de algunas experiencias de colaboración entre organizaciones no gubernamentales y sin ánimo de lucro e instituciones financieras públicas llevando a cabo políticas sociales de microcréditos, la excepción la representaría la aparición meramente testimonial en este ámbito de determinados bancos *stricto sensu* durante 2002 a 2004. *Vid.* PÉREZ, C., «La sostenibilidad del sector microfinanciero español», *Foro de Microfinanzas*, núm. 15, julio de 2011, p. 47. En torno a las Cajas de Ahorro como impulsoras del microcrédito en España, se lee con interés el siguiente documentado trabajo: LACALLE, M.; RICO, S., «Microfinanzas en España: impacto y recomendaciones a futuro», *Foro Microfinanzas*, núm. 18, enero de 2012, pp. 11 y ss.

(26) *Vid.* VEREDA DEL ABRIL, A., *Microcréditos y desarrollo*, Fundación Iberoamericana para el Desarrollo, Madrid, 2001, p. 138.

(27) Por lo que se refiere al concepto de «regulación prudencial» en contraposición al de «regulación no prudencial», léase el subepígrafe III.1 de nuestro escrito, así como *infra* la nota a pie de página núm. 165.

(28) Para el marco de las IMFs europeas, estúdiense los comentarios reflejados en la página 8 de la Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Iniciativa europea para el desarrollo del microcrédito en apoyo del crecimiento y del empleo» [COM (2007) 708 final/2, 20 de diciembre de 2007, *corrigendum*; COM (2007), 0708 final, 13 de noviembre de 2007). Bajo la base jurídica de esta Iniciativa se creó JASMINE (*Joint Action to Support Micro-finance Institutions in Europe*), como acción conjunta de la Comisión europea, el Banco Europeo de Inversiones y el Fondo Europeo de Inversiones para los años 2009-2011. *Vid.* <http://ec.europa.eu/regional_policy/funds/2007/jjj/micro_en.htm> (última consulta: 7 de julio de 2012). Por su parte, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria ha elaborado unas orientaciones para facilitar la tarea de los Estados de regular y supervisar las IMFs, pero sólo en relación a aquellas que aceptan depósitos. Las que no lo aceptan no entran en el campo de acción de este Comité. *Vid. infra* notas a pie de página núm. 78 y 166.

(29) En Filipinas muchas IMFs no actúan bajo una reglamentación específica. Por ello, CABRAL JIMÉNEZ, E., «The microfinance…», *op. cit.*, denunció las negativas prácticas a las que esta situación puede conducir, entre otras, de malversación de fondos, al tiempo que instó la creación de un ambiente regulatorio y monetario adecuado. En cambio, en la India acaba de publicarse la *Micro-Finance Institutions (Development and Regulation) Bill 2012* (<http://www.ujivan.com/pdf/Microfinance_Bill_in_Parliament.pdf> [última consulta: 7 julio 2012]), que prohíbe en su capítulo V

destructivas se sitúan muchas otras que afortunadamente realizan microfinanzas constructivas. Para distinguir éstas de aquéllas es de alabar la creación del Sello de Excelencia en microfinanzas por su nivel de alcance a los pobres y su poder transformador[30] que certifica, alienta y premia las buenas prácticas de gobierno. De aplaudir también es que los representantes del Sello de Excelencia, de la iniciativa sobre protección, transparencia y responsabilidad social de la *Smart Campaign*[31] y de los estándares universales del *Social Performance Task Force* (SPTF)[32] firmaran, en la reunión en 2012 de la SPTF en Jordania, una carta conjunta de estrategia común en este ámbito.

Aun encontrándose reguladas y supervisadas, puede aparecer otro (el segundo) problema añadido. Las IMFs comerciales y, en específico, las IMFs bancarizadas han de atender, por su propia naturaleza, a la generación de beneficios. Sin beneficios no puede haber reinversión. La sostenibilidad no se pone en duda. Las críticas aparecen, no obstante, en aquellos modelos de negocio basados en el rápido crecimiento, el imparable aumento de la cuota de mercado y la maximización absoluta de beneficios —para una consiguiente eventual distribución de elevados dividendos, primas, salarios, dietas o bonos— en cuanto chocan y, por ende, descuidan la misión para la cual las microfinanzas fueron ideadas: el alivio de la pobreza. El «choque» puede llegar a ser brutal en aquellos supuestos de «bursatilización» de las IMFs bancarizadas. El primer paso fue la «bancarización», el segundo está siendo la «bursatilización». Las «bancarizadas» tienen por delante el desafío de compatibilizar la labor social microfinanciera con la rentabilidad que exigen los inversores a unas entidades que, en algunos casos, se han «bursatilizado», al haber comenzado sus valores a cotizar en un Mercado secundario oficial[33]. En España la reciente bancarización de las (extintas) Cajas de Ahorro —que fueron las grandes apostantes del microcrédito en nuestra geografía— ha conducido en un par de supuestos a la negociación de sus valores en los Mercados Bursátiles, peligrando su otrora destacada obra social de otorgamiento de microcréditos

---

que se ofrezcan servicios microfinancieros sin el oportuno registro de las IMFs, que pasan a estar supervisadas por la RBI (*Reserve Bank of India*). Hasta la aprobación por la *Union Cabinet*, en mayo de 2012, de esta regulación muchas de las instituciones que operaban no estaban registradas. La necesidad de que todas ellas estuviesen registradas, reguladas y supervisadas se había tornado imperiosa para evitar situaciones lamentables de prácticas abusivas contra los microprestatarios. *Vid.* UMARJI, M. R., «Financial inclusion: Indian experience; regulation of microfinance institutions», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Legal and regulatory aspects of microfinance», UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011. Específicamente, acerca de la nueva regulación para las IMFs del Estado indio de Andhra Pradesh, *vid. infra* nota a pie de página núm. 188.

(30) Del Sello de Excelencia se habló con detalle en la sesión plenaria «Más allá de servicios financieros "éticos": la creación de un Sello de Excelencia en microfinanzas por su nivel de alcance a los pobres y su poder transformativo» de la V Cumbre Mundial del Microcrédito, en Valladolid, el 14 de noviembre de 2011. Para su lectura: SINHA, F., «Beyond "ethical" financial services: developing a seal of excellence for poverty outreach and transformation in microfinance», en, DALEY-HARRIS, S.; AWIMBO, A. (ed.), *New pathways out of poverty*, Kumarian Press, EE.UU., 2011, pp. 1-52. Asimismo, *vid.*, *ad ex.*, DALEY-HARRIS, S., «Seal of excellence for poverty outreach and transformation in microfinance», *Microfinance Focus*, special edition, 2011, pp. 14-15; MAES, J. P.; REED, L. R., *Informe del Estado*…, *op. cit.*, pp. 18 y ss.

(31) *Vid. infra* subepígrafe III.1.

(32) *Vid.*, *verbi gratia*, SINHA, F., «Beyond "ethical" financial services…», pp. 10 y ss.

(33) Conforme puso de relieve BALADO GARCÍA, C., como representante de la CECA en la Mini-plenaria de la pista española, «Microfinanzas para la inclusión social y financiera: modelos para asegurar que nadie sea excluido del acceso a oportunidades», de la V Cumbre Mundial de Microcrédito, 16 de noviembre de 2011.

sociales y financieros[34]. Con anterioridad, en el exterior, dos IMFs bancarias, una mejicana y otra india, apostaron por la entrada y negociación de sus valores de renta variable en Bolsa. Otras estuvieron expectantes por seguir sus pasos. Con el acceso a los Mercados de Valores las IMFs obtienen financiación propia externa que podría utilizarse para potenciar sus actividades de microfinanciación. Hasta aquí nada que reprochar. El reproche por parte de las autoridades gubernamentales indias ha venido por entender que el afán por alcanzar el máximo beneficio para satisfacer los requerimientos de los accionistas-inversores, en forma de altos retornos económicos, desemboca, en ocasiones, en tácticas agresivas incompatibles con la orientación social que, por esencia, tendrían que perseguir todos los programas de microfinanzas[35]. El debate está servido. La clave es saber buscar y encontrar el equilibrio social y económico. No siempre se busca, aun buscándose no siempre se encuentra. Los perjudicados por este ocasional desequilibrio son los microprestatarios, a quienes se les imponen altas tasas de intereses y tácticas coercitivas para la devolución[36]. En todo caso, empero, debieran ser los prestatarios y no los prestamistas los beneficiarios últimos del fenómeno en estudio[37]. En efecto, si la pretensión última es que las microfinanzas se conviertan en el «camino» más recto y directo hacia la inclusión en la financiación —como modo de allegar recursos y atemperar las necesidades básicas de la población más lastimada— hay que garantizar que los destinatarios de las principales medidas de promoción de la microfinanciación sean quienes las reciben y no quienes las conceden. El amparo de aquéllos no debiera, sin embargo, suponer perjuicio alguno para las IMFs. Éstas, con independencia de su formato jurídico, tienen que poder desplegar sus actividades dentro de un marco jurídico y económico-financiero transparente y estable que potencie al máximo su labor. Bajo estas premisas, la reglamentación aplicable habrá de ser, en todo caso, proporcional a sus riesgos y costes, con el fin último de no coartar la

(34) El 27 de enero de 2011 la Caixa, Criteria Corp. y MicroBank suscribían un Acuerdo Marco para la reorganización del Grupo la Caixa, con vistas a su bancarización, a través de su filial Criteria, con el nuevo nombre de «Caixabank». Caixabank fue la primera entidad en salir a bolsa el 1 de julio de 2011. Bankia (como suma de Caja Madrid, Bancaja y otras cinco pequeñas Cajas de Ahorro) siguió sus pasos el día veinte del mismo mes. Aunque la bancarización «no necesariamente tendría que significar menos obra social», puesto que los accionistas de estas nuevas entidades «serán Cajas de Ahorros, o las fundaciones que las sustituyan» que tendrán que darle «su genética propia», «es evidente que la mutación de las Cajas de Ahorros en bancos hará que su obra social, de alguna forma, se vea afectada». La obra social «va a quedar en manos de los gestores de las Cajas de Ahorros y de la voluntad de los consejos de administración, que son los dueños de los nuevos bancos», declaró, el 8 de abril de 2011, el ex Ministro de Trabajo, Manuel PIMENTEL, tras participar en Alicante en el segundo Encuentro de Colaboradores de la Fundación Rose Caja Mediterránea. En esta línea, «Caixabank» se apresuró a puntualizar que no perderá su labor social. Bankia ya la ha perdido tras su reciente nacionalización. *Vid*. *infra* nota a pie de página núm. 200.

(35) Después de la oferta pública de la sociedad «Mexico's compartamos» en 2007, la compañía india «SKS Microfinance Ltd.» se lanzó a la aventura bursátil en julio-agosto de 2010 con una «tremedamente exitosa Oferta Pública Inicial (IPO)», en palabras de DALEY-HARRIS, S., «La contribución de la Cumbre de Valladolid a la sensibilización pública», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011, p. 20. Otras IMFs indias de gran crecimiento estaban atentas a los resultados de la negociación de los valores de SKS para, en su caso, entrar en el Mercado de Valores hasta que las autoridades del Estado indio de Andhra Pradesh realizaron acusaciones de búsqueda de extremados beneficios y utilización de tácticas coercitivas. *Vid.* KAZMIN, A., «Making a profit from loans to poor carries risks», *Financial Times*, 16 de junio de 2011, p. 4.

(36) Para un examen en detalle, *vid. infra* los subepígrafes II.2 y III.2.

(37) *Vid.* BALKENHOL, B., «Why financial…», *op. cit.*

oferta microcrediticia[38]. Regulación adecuada más ética profesional es el sumatorio que habrá de regir el ecosistema de las microfinanzas. Así, y sólo así, podrá favorecerse a su «clientela». Es ella —no se olvide nunca— la parte digna de tutela.

b) Microfinanzas para microempresas

Los comentarios previos enlazan con el siguiente interrogante: ¿quiénes son los beneficiarios de las microfinanzas? El texto entre interrogaciones es breve, la contestación no es sencilla. De lo que hasta este instante ha sido redactado se desprende un enfoque amplio de las microfinanzas y, en particular, del microcrédito, tratando de acoger a las personas pobres que se encuentran fuera de los cauces habituales del sistema financiero para atender sus necesidades personales y familiares más básicas[39]. *Lato sensu*, se englobarían tanto las microfinanzas familiares y personales como las empresariales. En palabras de la Comisión europea, «micro-credit is defined by its target: micro-entrepreneurs, the self-employed, and socially excluded people lacking access to traditional sources of capital»[40]. Por contraposición, el enfoque subjetivo restringido quedaría ceñido a los negocios de calibre micro. Desde esta última óptica (la nuestra), las microfinanzas son para los microempresarios o, en palabras más acertadas, para las microempresas[41].

¿Cuál es la definición de «microempresa»? No existe un concepto universalmente aceptado. Las diferencias son substanciales entre los distintos Estados. Lo son, incluso, dentro de los contornos geográficos nacionales. Proliferan los criterios internos divergentes[42]. La dispersión de criterios conduce a una falta de uniformidad y racionalidad que, a la postre, no permite identificar cuál es la problemática por la que esta categoría de

(38) En esta dirección se pronunció la Comisión europea en la página 8 de la Comunicación reseñada *supra* en la nota a pie de página 28.

(39) *Vid.* GUTIÉRREZ NIETO, B., «Microcrédito y desarrollo local», *Acciones e Investigaciones Sociales*, núm. 18, noviembre de 2003, pp. 123-124.

(40) La definición se encuentra en el Anexo 1 (p. 14) de su Comunicación al Consejo, al Parlamento europeo, al Comité Económico y Social europeo y al Comité de las regiones: «Iniciativa europea para el desarrollo del microcrédito en apoyo del crecimiento y del empleo», a la que tuvimos ocasión de aludir *supra* en la nota a pie de página núm. 28.

(41) Aun cuando coloquial e, incluso, académica y legislativamente se hable de «microempresario» resulta más adecuado —y nos atreveríamos a decir que menos despectivo— emplear el vocablo de «microempresa». No son los empresarios (personas físicas o jurídicas) los que han de calificarse como «micro» —o, en su caso, «pequeños», «medianos» o «grandes»— sino sus empresas. Ésta es la terminología que la Comisión europea ha seguido desde que aprobara en 1996 su primera Recomendación sobre la definición de pequeñas y medianas empresas (Recomendación de la Comisión europea 96/280/CE, de 3 de abril: DO L 107, de 30 de abril de 1996, pp. 4-9 [96/L 107/04]), luego sustituida por la vigente Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas [DO L 124, de 20 de mayo de 2003, pp. 36-41. Notificada con el número C (2003) 1422]. A la hora, no obstante, de definir el microcrédito (en el Anexo 1 de su nombrada Comunicación sobre la «Iniciativa europea para el desarrollo del microcrédito en apoyo del crecimiento y del empleo») prefirió utilizar el término «micro-entrepreneurs».

(42) La proliferación incontrolada de definiciones de micro, pequeña y mediana empresa que han ido sucediéndose, tanto en el marco de una comparación a nivel europeo o internacional como entre los diversos organismos públicos de un mismo ámbito nacional, fue puesta de relieve en: FUNDACIÓN ALFONSO MARTÍN ESCUDERO; PRICE WATERHOUSE, *La PYME industrial española: factores de éxito para competir*, Fundación Alfonso Martín Escudero; Price Waterhouse, Madrid, 1995, p. 5. También en: GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación de las PYMES*, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2003, pp. 47 y ss.

empresas atraviesa y, consecuentemente, cuáles pueden ser los mecanismos financieros más convenientes para intentar atajarla. Ante esta proliferación, a veces incontrolada, se advierte la necesidad de precisar los parámetros que acotan su naturaleza. Es la necesidad, a la sazón, de conceptualizar una expresión («microempresa») que identifica una realidad económica y social de importancia capital.

De amplio alcance territorial, si bien limitado a los contornos europeos, es el concepto que propuso la Comisión Europea en su Recomendación 2003/361/CE, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de micro, pequeñas y medianas empresas —que vino precedida de la (ya sustituida, por derogada) Recomendación 96/280/CE, de 3 de abril, la cual, sin embargo, olvidó delimitar a las empresas de rango micro—. Los ítems utilizados son los siguientes: número de trabajadores ocupados; volumen de negocios y balance general, como ratios financieras; e independencia. Se califican como «micro» a las empresas si no sobrepasan las diez personas empleadas y su volumen de negocios o balance general anual es inferior a los dos millones de euros. Basada en estos cánones y cantidades, la noción comunitaria armoniza sin homogeneizar. No lleva a cabo una regulación, tan solo una normalización. Sus efectos dispositivos invitan, sin obligar(43). Aun así, hay armonización. Hay armonización —se puntualiza— cuando hay aplicación armonizada. Hay aplicación armonizada, pero no sistemática(44). Hay armonización, pero, no uniformización. De cualquier modo, en cuanto que facilita la interacción de las iniciativas nacionales y comunitarias adoptadas en favor de las empresas de menor talla, no nos queda otro camino que ensalzar su adopción e invitar a que uno análogo se siga en un futuro próximo en el contexto internacional. Una eventual definición internacional de «microempresa» podría tomar similares o iguales parámetros que la comunitaria, pero nunca sus cuantías. Lo que

(43) Si la definición se hubiera incluido en un Reglamento o en una Directiva comunitaria habría habido uniformización o armonización directa, respectivamente; en ambos casos, homogeneización. *Vid.* DOMÍNGUEZ RUIZ DE HUIDOBRO, A., «La definición de las PYMES por la Comisión Europea», *RDBB*, núm. 62, año XV, abril-junio de 1996, p. 529. CRUZ PADIAL, I.; GUTIÉRREZ BENGOECHEA, M., «Beneficios fiscales para las empresas de reducida dimensión», *AF*, núm. 9, año IV, septiembre de 1999, p. 26, acertaron al enfatizar los «efectos jurídicos, claramente dispositivos» de la Recomendación (bien que aludiendo a la 96/280/CE), que «no son más que una invitación cuyo cumplimiento quedará a voluntad de los Estados miembros».

(44) Aun cuando con referencia a la anterior Recomendación 96/280/CEE, en la página 15 del Informe de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones: «Construir una Europa empresarial. Actividades de la Unión en favor de la pequeña y mediana empresa (PYME)» [COM (2001) 98 final, 1 marzo 2001, 150 pp.] se resaltó cómo la definición comunitaria, aunque iba generalizándose, no encontraba una aplicación sistemática en todos sus criterios. Por más que se esfuerce la Comisión en sostener (en aquella p. 15) que «la definición [comunitaria] [...] ha de aplicarse a todos los programas comunitarios o nacionales», no existe obstáculo jurídico para que subsistan dispersas diversas y encontradas definiciones en el seno de los Estados miembros o en el de la propia Unión Europea. *Vid.* GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación…*, *op. cit.*, pp. 65-68. El transcurso del tiempo ha ido ampliando su generalización en los Estados miembros. Hasta la fecha se han elaborado dos Informes de la Comisión relativos a la aplicación de la Recomendación citada de 2003, el primero de 21 de diciembre de 2006 [C (2006) 7074] y el segundo de 7 de octubre de 2009 [SEC (2009) 1350 final], donde se indica cómo unas veces se ha integrado mediante actos no vinculantes, como recomendaciones o circulares, y otras con normas nacionales de obligado cumplimiento. Por su parte, en el seno de la propia Unión Europea, aparte de su utilización en distintos programas, se cuenta con algún ámbito donde resulta de obligado cumplimiento al haberse incluido en un Reglamento. Nos referimos, en concreto, a la esfera relativa a las ayudas estatales en el marco del Derecho europeo de la competencia, en atención al Reglamento (CE) núm. 800/2008 de la Comisión, de 6 de agosto de 2008, por el que se declaran determinadas categorías de ayuda compatibles con el mercado común en aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado (Reglamento general de exención por categorías) (DO L 214, de 9 de agosto de 2008, pp. 3-47; en especial, anexo I). En cambio, en algún otro, como el contable recogido en la cuarta Directiva 78/660/CEE, la definición sigue siendo dispar.

se ajusta al espacio europeo no lo hace al espacio internacional. Si, bajo las pautas marcadas, suponen el 91,5% del tejido empresarial europeo[45], en los países empobrecidos supondrían prácticamente la totalidad de su tejido empresarial. El rudo contraste de las ratios económicas entre los países desarrollados y los países en desarrollo obstaculizaría, sin duda, tal adopción cuantitativa. No obstante, ello no debiera resultar óbice para intentar alcanzar una noción legal internacional unitaria, a los efectos del sector en estudio. De ser así, cualquier intento de definición en este sentido tendría que descartar una catalogación rígida y absoluta[46]. La definición debiera ser flexible para atender los distintos colectivos y objetivos perseguidos en cada ocasión. La apuesta por la flexibilidad no tendría por qué menoscabar la ansiada homogeneidad. Un concepto válido a nivel global sería el punto de partida para potenciar los efectos de las políticas e instrumentos microfinancieros que se destinan y afectan a este nutrido colectivo empresarial.

Pero, volvamos atrás con otra pregunta: ¿fue la microempresa, al estilo de la definición comunitaria —que, recalquemos, puede tener hasta diez trabajadores y un volumen de negocios o balance general cercano a los dos millones de euros—, el elemento subjetivo para el que se ideó y desarrolló el microcrédito? Indudablemente, no. No fue esa la filosofía que llevó a configurar en los años setenta y a ampliar en las décadas siguientes el microcrédito en Bangladesh. La reducción de las penurias de los más indefensos fue la base sobre la que se desenvolvió. Con el paso del tiempo y su extensión a los países desarrollados ha sido cuando ha ido perdiendo parte de su esencia. En la Unión Europea, por regresar al ejemplo que tenemos más cerca, tampoco el microcrédito sirve a todo el conjunto de las microempresas conforme ha sido delimitado. En la práctica se concede como fórmula de emprendimiento y de fomento del autoempleo contra el desempleo[47] de las llamadas «personas vulnerables». ¿Cómo se mide la vulnerabilidad?[48], ¿quiénes son en el mundo desarrollado esas personas vulnerables? Son inmigrantes, jóvenes, mujeres, desempleados, familias monoparentales, discapacitados, ex reclusos, minorías étnicas y un largo etcétera sin acceso fácil a los servicios bancarios tradicionales.

Bajo los amplios vocablos de «microfinanzas» y «microcréditos», en suma, se agrupan muy distintos tipos de beneficiarios dependiendo del territorio geográfico y de la finalidad (pobreza, desarrollo, inclusión, emprendimiento o autoempleo)[49] a la que se destinan. La

---

(45) Según las estadísticas de Eurostat 2006, tomando datos de 2003.

(46) En España, TUR VILAS, I., *Las sociedades de garantía recíproca. (Régimen jurídico-económico)*, Tesis Doctoral, Universidad de Barcelona, Facultad de Derecho, Barcelona, junio de 1990, p. 4, también se decantó por una clasificación no excesivamente rígida de la empresa en función de su dimensión.

(47) *Vid.*, *ad ex.*, el Instrumento Europeo de Microfinanciación PROGRESS (con proveedores de microcréditos en Bulgaria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Francia, Grecia, Irlanda, Lituania, Países Bajos, Polonia, Portugal y Rumania: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=983&langId=es> [última consulta: 7 de julio de 2012]) o la nota de prensa «Nuevas propuestas de la Comisión para reforzar el microcrédito en Europa» (*Europa Press* releases RAPID IP/07/1713, 19 de noviembre de 2007).

(48) «Exclusión y vulnerabilidad, a la búsqueda de una definición práctica» es el título del cuarto epígrafe del capítulo «Los microcréditos: un instrumento para la inclusión social» redactado por Microbank, en cuaderno monográfico núm. 10, «Microcréditos para la inclusión», del *Foro de Microfinanzas*, julio de 2008, pp. 26-28, donde se expresa que la vulnerabilidad es «una situación de elevada inseguridad en la que el cambio de un solo elemento, de un solo factor, puede acabar conduciendo de forma rápida a la persona hacia la exclusión social».

(49) En la clasificación que realizó ABBAD, M., en la Mini-plenaria de la pista española de la Cumbre Mundial del Microcrédito, celebrada en Valladolid el 16 de noviembre de 2011, bajo el título «Microfinanzas para la inclusión social y financiera: modelos para asegurar que nadie sea excluido del acceso a oportunidades».

microempresa y el microcrédito para el fomento del emprendimiento y el autoempleo en las Economías desarrolladas solo se unirían en una relación de círculos concéntricos dentro del menor de esos círculos. En un círculo más amplio se cobijarían las (muy) microempresas para la inclusión y el desarrollo, y en el mayor de todos ellos aquellas (menores) microempresas puestas en marcha por personas fustigadas por la pobreza extrema y el hambre en las Economías en desarrollo.

Yendo de menor a mayor dimensión empresarial, en los países avanzados quizás podría formularse una cuestión en torno a la viabilidad de la extensión del ámbito subjetivo de aplicación de las microfinanzas desde las micro hasta las pequeñas y medianas empresas. Tras el acrónimo «PYMES» se hallan —conforme a la citada Recomendación vigente de la Comisión europea— aquellas empresas pequeñas que ocupan a menos de cincuenta personas y cuyo volumen de negocios o balance general anual no supera los diez millones de euros, y aquellas medianas con un máximo de doscientos cincuenta trabajadores, cincuenta millones de volumen de negocios y cuarenta y tres millones de euros de balance general anual(50). Bajo estos parámetros y en nuestro entorno socio-económico, podríamos preguntarnos si habrían de circunscribirse las microfinanzas a las microempresas o podrían englobar también a las pequeñas e, incluso, las medianas(51). La pregunta no es retórica. Se fragua en datos reales: cifras de la Red Europea de Microfinanzas (REM o, en inglés, EMN) confirman cómo en el interior de la geografía europea diversas IMFs están utilizando el microcrédito en apoyo del crecimiento de las PYMES, como uno de los medios para enfrentar el imparable desempleo y la exclusión financiera que acechan en estos tiempos que corren de larga y grave recesión económica(52). Las PYMES se quejan, con razón, de la falta de acceso a la financiación procedente de las entidades crediticias. Una política general de inclusión financiera habría de ser capaz de abordar, pues, a las pequeñas empresas, que se sienten excluidas de forma reiterativa del sistema financiero formal. Debería ser una política prioritaria. El gran peso económico y social que las PYMES suponen en cada país, con porcentajes medios superiores al 95% del tejido productivo(53), justificaría el tono

(50) Conforme al artículo 2, apartados 1 y 2, del Anexo de la Recomendación comunitaria vigente.

(51) Esta cuestión también se planteó en el debate posterior que se abrió al hilo de las ponencias que se impartieron en el tercer panel («The global enabling environment for microfinance: the G20, the Financial Action Task Force, the Basel Committee and other standards») del *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*, el día 12 de enero de 2011. Allí se sostuvo la conveniencia de que la inclusión financiera abordara a las PYMES debido a la exclusión financiera a la que se ven sometidas. En España la Proposición de Ley de apoyo a los emprendedores, de 15 de julio de 2011, presentada en el Congreso de los Diputados por el Grupo Parlamentario Popular (122/000290), planteó en su artículo 15 una línea pública de microcréditos «dirigidos a emprendedores y microempresas». A los efectos de esta Proposición de Ley, el artículo 2 proporciona una amplísima y ambigua definición de «emprendedor», en la que también estarían incluidas las PYMES —*rectius*, los socios de las PYMES—, del siguiente tenor: «personas físicas que se encuentren realizando los trámites previos para desarrollar una actividad económica bien sea como trabajador autónomo, cooperativista, socio de una pequeña y mediana empresa, sociedad laboral, o a través de cualquier fórmula admitida a Derecho […], siempre que el número de socios no sea superior a cinco». «Se podrán incluir dentro del concepto de emprendedor a las sociedades mercantiles, trabajadores autónomos y otras formas societarias que lleven constituidas […] menos de veinticuatro meses».

(52) Según cita ABBAD SORT, M., *Microcréditos…*, *op. cit.*, p. 72 (también pp. 160-165), quien, a continuación, critica cómo, por este motivo, en Europa el microcrédito, más que adaptarse, ha sufrido «una auténtica transfiguración: un cambio completo de forma y de fondo».

(53) Ciñéndose a los límites geográficos de la Unión Europea, el cuarto informe anual del Observatorio europeo para las PYMES, de 1996, expresó que durante el año anterior el 99,8% de los dieciséis millones y medio de empresas

imperativo de nuestra pretensión. Sin desdecir lo que acaba de ser dicho, consideramos que la ampliación de las microfinanzas hasta las pequeñas o medianas implicaría relegar a las microempresas como destinatarias. De ser así, las microfinanzas se desnaturalizarían. Si se enlazaran con las PYMES —aun cuando el hincapié se pusiera en las «PY», en vez de en las «MES»— las microfinanzas y, dentro de ellas, los microcréditos, perderían su razón de ser, al dejar de destinarse a las microempresas de las personas excluidas. Continuemos, entonces, colocando a las microempresas en todos los círculos concéntricos sin añadir otro menor para las PYMES, ni siquiera para las pequeñas.

Si se nos permite, dos últimas cuestiones quedan por plantear en torno al ámbito subjetivo de aplicación. No se desconoce que en el terreno de las microempresas que ha sido delimitado se aúna un conjunto de unidades empresariales heterogéneas, cuyos comportamientos y requerimientos difieren de manera notable en función de su dimensión concreta, así como de su fase de madurez y grado de innovación. Por tal motivo, nos planteamos si tendría que ponerse el hincapié en las empresas de reciente creación con el propósito de facilitar su inclusión financiera o también en las maduras igualmente excluidas del segmento «bancario» del mercado(54). En íntima trabazón con la anterior, se lanza una cuestión final, cuya respuesta se intuye de las consideraciones previas: ¿deben acotarse a las empresas de los sectores tradicionales o pueden irse encaminando hacia las innovadoras(55)?

Sin desconocer que todas las categorías de microempresas, nuevas y maduras, tradicionales e innovadoras, pueden toparse a su paso con inconvenientes para la correcta financiación de sus proyectos de inversión, nuestro juicio es que en los países desarrollados sería conveniente centrar los esfuerzos en las empresas de nueva creación como

---

privadas —excluido el sector primario— eran PYMES. De ellas, un 92,8% eran empresas de muy reducida dimensión (DO C 304, de 6 de octubre de 1997, pp. 134-136 [C4-0292/97] [A4-0245/97]). A finales de 1997, la Comisión europea hacía una declaración en sentido similar en el informe que presentó al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones sobre la coordinación de las actividades en favor de las pequeñas y medianas empresas y la artesanía [COM (97) 610 final, 25 de noviembre de 1997, p. 11]. En específico, manifestó que «más del 99,8% de los 17,9 millones de empresas que existen en la Unión Europea son PYMES». De acuerdo al cuadro núm. 1 (p. 4) del resumen ejecutivo del sexto informe del Observatorio Europeo para las PYMES (publicado en Luxemburgo el día 28 de julio de 2000 por la Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas: *Press release* 28-07-2000 [IP/00/885]), de los diecinueve millones trescientas setenta mil empresas no primarias privadas existentes en la Unión Europea a finales de 1998, diecinueve millones trescientas treinta mil eran PYMES. Tales declaraciones y datos se mantienen con el transcurso del tiempo.

(54) Cuestión similar a la planteada en el texto principal de nuestro escrito se discutió en el debate que se entabló entre los asistentes al tercer panel («The global enabling environment for microfinance: the G20, the Financial Action Task Force, the Basel Committee and other standards») del *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*, celebrado en Viena los días 12 y 13 de enero de 2011. La mayor problemática financiera a la que se enfrentan las nuevas empresas respecto de las maduras fue el argumento principal que se sostuvo en el citado Coloquio para proponer que las políticas de inclusión financiera se dirigieran en exclusiva hacia el primero de los colectivos.

(55) Empleamos (en femenino y plural) el calificativo «innovador» en el sentido más amplio posible, sin intención de restringirlo a la innovación tecnológica. En este sentido, nos hacemos eco de la noción global de «innovación» que acuñó SCHUMPETER, J. A., *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*, Harvard University Press, Cambridge, 1934, donde incluyó la incorporación de un nuevo producto, un nuevo método de producción, un nuevo mercado, una nueva fuente de aprovisionamiento o una nueva organización industrial. La Comisión Europea también puso su grano de arena a la hora de ofrecernos una definición extensa del vocablo «innovación». En su Libro Verde de la innovación (COM (95) 688 final, 20 de diciembre de 1995, 79 pp.] señaló que innovar era producir, asimilar y explotar con éxito una novedad, tanto en la parcela económica como en la social.

modo de potenciar el emprendimiento, aun sin apartar a las empresas ya constituidas. Son las empresas emergentes las que plantean riesgos y desafíos específicos, muchas veces de urgente resolución. Un matiz debe incorporarse sin demora: estamos poniendo de relieve ahora la perspectiva de la microfinanciación para el emprendimiento o el autoempleo, sabiendo que la óptica de la pobreza, el desarrollo y la inclusión en los países en desarrollo impide abandonar a las empresas maduras en cualquiera de sus estadios, máxime si atraviesan situaciones o momentos de falta de liquidez en los que precisan una inyección de capital para su salvación. Precisamente, allí ha sido en las empresas existentes donde han puesto la atención un abundante número de IMFs, al considerar a las nuevas empresas un foco de alto riesgo crediticio(56). A nuestro parecer, para unas y otras empresas, emergentes y existentes, tendrían que ser las microfinanzas, en global, y los microcréditos, en particular(57).

Distinta es nuestra respuesta en lo que se refiere al cuestionamiento sobre la innovación empresarial. Es cierto que, con independencia de su ubicación en sectores de escasa o nula tecnología o de su especialización en servicios, productos o procesos productivos innovadores, las empresas pueden verse aletargadas bajo la larga «sombra» de la limitación de recursos financieros que trae consigo un mínimo tamaño empresarial(58). *Ab initio*, no apartemos de nuestra mente a ninguna, pero seamos conscientes de que la innovación (también, no tecnológica) encuentra mayor acogida en los pocos países desarrollados. En ellos podrían impulsarse medidas financieras a escala micro para estimular el emprendimiento innovador de las personas más castigadas como modo de mitigar los desastres que en el empleo está ocasionando la presente situación de crisis económica. Pero, en los muchos (demasiados) países subdesarrollados la innovación, aun entendida en el más amplio de los sentidos, está todavía muy restringida. En ellos la capa empresarial más abundante no puede ocuparse de innovar, ha de luchar por sobrevivir. Las microfinanzas —no se olvide— son un mecanismo de salvación humanitaria.

---

(56) Conforme se advierte en: SIMANOWITZ, A., «Challenges to the field and solutions: overindebtedness, clients dropouts, unethical collection practices, exorbitant interest rates, mission drift, poor governance structures, and more», en, DALEY-HARRIS, S.; AWIMBO, A. (ed.), *New pathways out of poverty*, Kumarian Press, EE.UU., 2011, p. 63.

(57) Según estadísticas facilitadas por REM en su Cuaderno monográfico núm. 11, correspondientes a 2007 —citadas por ABBAD SORT, M., *Microcréditos*…, *op. cit.*, pp. 167— en Europa las IMFs financian tanto a empresas en fase de lanzamiento (86%) como a empresas existentes (74%). La fase anterior al lanzamiento también se microfinancia en un porcentaje del 36%.

(58) Las empresas de reducido tamaño poseen un buen potencial innovador, a veces, incluso, superior al de las grandes empresas. *Vid.* DÍAZ MARTÍN, C., «Factores determinantes de la innovación tecnológica para las empresas pequeñas», *Cuadernos de Estudios Empresariales*, núm. 6, 1996, p. 153. Ahora bien, también se encuentran con mayores dificultades para su explotación. Muchas empresas son, a menudo, demasiado pequeñas como para obtener el capital necesario en orden a desenvolver actividades innovadoras, para asumir el riesgo asociado a la innovación, para recuperar la inversión en un corto período de tiempo o para acceder a la información (incluida la información sobre financiación) en torno a la innovación. *Vid.* EUROPEAN COMMISSION, *Enterprises in Europe. Fourth Report*, Eurostat, Bruselas, 1996, p. 67; GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación*…, *op. cit.*, pp. 442-443; GEOFFRON, P., *Le processus de formation d'une innovation financiere: le capital risque. Un analyse comparative des modèles américain et français*, Tesis Doctoral, Universidad París XIII. U.F.R. de Ciencias Económicas y de Gestión, enero de 1990, p. 209; IVÁÑEZ GIMENO, J. M.ª, «Financiación pública de programas de innovación tecnológica para la PYME», *EI*, núm. 273, mayo-junio de 1990, p. 32.

3. El ámbito objetivo de aplicación de las microfinanzas

Llegados a este punto de nuestras reflexiones, procederemos a abordar una nueva labor de delimitación y definición que conecta con el planteamiento de una cuestión que se vierte desde el ángulo opuesto, el objetivo, del ámbito de aplicación: ¿qué se esconde bajo el término «microfinanzas»?

a) El papel principal de los microcréditos en las microfinanzas

Ante la constatación de la ausencia de una definición legal de microfinanzas, en las páginas previas han sido empleadas dos voces, «microfinanzas» y «microcréditos», en ocasiones una al lado de la otra, en otras ocasiones una en vez de la otra. No son sinónimos, menos aún antónimos. Una, la primera, engloba a la otra. Dentro de las microfinanzas hay, en primer lugar, microcréditos. Éstos nacieron antes que aquéllas. Cuando se fueron añadiendo otros microservicios financieros tuvo que aparecer un concepto general capaz de acoger a todos en su seno. Los microcréditos siguen siendo hoy la «cara» principal y más visible. ¿Sin ellos dejarían de existir las microfinanzas?, habría que preguntarse.

A efectos de delimitar la locución «microcrédito», la anteposición del adjetivo «micro» a la voz «crédito» en ningún caso puede hacernos perder de vista que nos hallamos ante un crédito. En realidad, más que ante un crédito (que también) estamos ante un préstamo. Es clásica la distinción jurídica (que no económica) entre préstamo y crédito. Mientras el primero, *grosso modo*, implica la entrega de una cantidad de dinero a restituir en el plazo establecido, el segundo lleva consigo el compromiso de puesta a disposición de fondos hasta un límite y en un plazo prefijado (*revolving credit*). Huelga recordar que en el terreno bancario ambos contratos forman parte de las denominadas «operaciones activas», al asignar los recursos que reciben las entidades crediticias a la inversión. Las operaciones de activo son operaciones de concesión de crédito. Es esta última perspectiva, es decir, la operativa de concesión de crédito, la contemplada con la habitual expresión de «microcrédito». Su desdoble en contratos de préstamo o en contratos de apertura de crédito[(59)] no desdice la anterior aseveración.

En todo caso, lo que a nosotros afecta e interesa es la concesión de crédito para la producción y no para el consumo. Siendo así, el microcrédito tendrá siempre carácter mercantil. Lo tendría, incluso, con independencia de que quien lo otorgue fuese o no una de las entidades crediticias[(60)]. En efecto, en la hipótesis de que la parte otorgante pudiera ser una IMF sin encaje entre las entidades de crédito y aun sin ánimo lucrativo, el microcrédito sería mercantil si fuera comerciante el prestatario y se destinase el efectivo a actos de comercio, a tenor de los parámetros que predica el artículo 311 del Código de Comercio español de 1885. La mercantilidad se desprende, pues, de su doble conexión, subjetiva y objetiva, con el comercio[(61)]. Ahora bien, aunque no se destinase el dinero a actos de co-

(59) Aunque el Código de Comercio se refiere a la figura de la apertura de crédito en el art. 175.7, se trata de un contrato atípico en el Derecho español.

(60) En la definición legal recogida *supra* nota a pie de página núm. 23.

(61) Efectivamente, el vetusto, pero aún parcialmente vigente, Código de Comercio español de 1885 (en proceso actual de revisión para su sustitución por un nuevo Código mercantil) alude al doble elemento, subjetivo y objetivo,

mercio, la mercantilidad no desaparecería si se estuviera ante una operación bancaria. Bien conocido es que la concesión bancaria de crédito es, en sí misma, un acto de comercio y, por ende, de naturaleza mercantil, cualquiera que sea la condición del receptor y el destino de la suma económica recibida(62).

Habiendo sido calificado el crédito como mercantil, urge retomar su calificación como «micro». El parámetro cuantitativo se impone, de forma obvia, en esta otra calificación. La pluralidad de cuantías resultaría contraria a la deseada uniformidad a la hora de conceptualizar objetivamente un crédito como microcrédito. Para alcanzar en Europa una definición no uniforme, pero sí, al menos, armonizada, las instancias comunitarias han catalogado (de manera un tanto arbitraria) al microcrédito como un crédito de montante inferior a veinticinco mil euros, si bien recordando que el promedio de los microcréditos concedidos en Europa ronda los siete mil setecientos euros, con diferencias entre grupos de países que van desde los tres mil ochocientos hasta poco más de diez mil euros(63). Si en la escala europea varían, de la manera descrita, las cuantías medias de los microcréditos, en la escala

---

descrito a la hora de delimitar al contrato de préstamo mercantil respecto del contrato de préstamo civil, definido en el artículo 1740 del Código Civil de 1889 y regulado en sus artículos 1753 a 1757.

(62) Nuestro Tribunal Supremo, en temprana sentencia de 9 de mayo de 1944, calificó a las operaciones bancarias como actos de comercio, basándose en el artículo 2 del Código de comercio, puesto en conexión con los artículos 175, 177, 199 y 212 del mismo texto codificado.

(63) Las cantidades indicadas en el texto principal han sido tomadas de la definición de «microcrédito» que ha adoptado la Comisión Europea en la reseñada «Iniciativa europea para el desarrollo del microcrédito en apoyo del crecimiento y del empleo» (Anexo I, p. 14). Si se nos permite, quisiéramos transcribir tal definición literal y parcialmente: «Micro-credit is defined by the small amount of the individual loans required which in turn relates to the limited debt-servicing capacity of the target clientele. Typically, this amount does not exceed EUR 25.000. The average micro-loan provided by Micro-finance Institutions (MFIs) in Europe is approximately 7.700 euros». A continuación, en nota a pie de página núm. 16 apunta lo siguiente: «This amount varies according the target population and the GDP per inhabitant. According to Overview of the Micro-credit Sector in Europe (EMN, 2004-2005), the average micro-loan in the EU-15 is 10.240, while in new Member States (EU-12) it is 3.800». Anteriormente, la Comisión también había reflejado aquella cantidad de veinticinco mil euros cuando en la Comunicación al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social europeo y al Comité de las Regiones «Aplicación del programa comunitario sobre la Estrategia de Lisboa: Financiar el crecimiento de las PYME – añadir valor europeo» [COM (2006) 349 final, 29 de junio de 2006, p. 7; SEC (2006) 841, 842 y 856] señaló que: «Se invita […] a los Estados miembros a asegurarse de que la legislación nacional facilita la disponibilidad de microfinanciación (créditos inferiores a 25.000 EUR)». Para instrumentalizar en Europa la microfinanciación, a través de ayudas (en forma de garantías, préstamos prioritarios, préstamos subordinados, instrumentos de riesgo compartido y participación en el capital social) a los intermediarios, se ha puesto en marcha, como antes anunciamos, el «Instrumento europeo de microfinanciación para el empleo y la inclusión social – PROGRESS» (Decisión 283/2010/UE, de 25 de marzo de 2010 [DO L 87/01] y Comunicación relativa a la aplicación de la Acción de Garantía en el marco del instrumento europeo de microfinanciación PROGRESS —EPMF, en sus siglas en inglés— [DO C 202/02]), donde se aplica la definición de los microcréditos como préstamos de cuantía inferior a 25.000 euros. PROGRESS forma parte de «Europa 2020. Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador», aprobada por la Comunicación de la Comisión de 3 de marzo de 2010 [COM (2010) 2020, 42 pp.]. PROGRESS es, en efecto, una de las concretas acciones que se han adoptado con el propósito de hacer frente a las consecuencias de la crisis en la que está sumergida Europa con vistas a su superación en el año 2020 (IP/09/1070; IP/11/145). Para obtener más información acerca del Programa PROGRESS, consúltese su *home page*: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=836&langId=es> (última consulta: 7 de julio de 2012). Asimismo, hágase clic en la página del Fondo Europeo de Inversiones que actúa como «brazo ejecutor» de este Programa: <http://eif.org/what_we_do/microfinance/progress/index.htm (última consulta: 7 de julio de 2012). Téngase en cuenta que el primer Informe anual que ha evaluado la ejecución de este Programa ya se ha hecho público: «Informe de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Ejecución del Instrumento Europeo de Microfinanciación PROGRESS – 2010» [COM (2011) 195 final, 11 de abril de 2011, 16 pp.].

internacional las variaciones se multiplican. Podemos plantear si, en vez de un obstáculo, este hecho debiera suponer un acicate para afrontar la adopción de una definición de índole objetiva de «microcrédito» con validez global. ¿La noción comunitaria podría servir de modelo? Veinticinco mil euros puede resultar una cantidad adecuada para muchas de las acciones de emprender y de autoempleo en los países europeos. Veinticinco mil euros (o su cambio a las correspondientes divisas) resulta una cantidad inimaginable, una quimera, para un microcrédito contra la pobreza, para el desarrollo o para la inclusión en los países más desfavorecidos(64). Las fuertes disparidades socio-económicas y políticas evidencian la inconveniencia de transponer, tal cual, la noción europea al marco internacional. A lo sumo, pudiera ser defendible su eventual traslación *mutatis mutandis*. Aun así, dicha defensa tendría que ser muy pertinaz para llegar a convencer. Quizás, al final, el convencimiento sea que no puede hallarse un concepto universal absoluto, sino tan sólo uno relativo. Relativo y, además, no fijado a través de un tope máximo arbitrario como sucede en Europa, sino a través de una ratio económica relacionada, por ejemplo, con los ingresos promedio (en porcentaje del PIB por habitante)(65) de la zona geopolítica en la que se aplique.

i. La barrera de las garantías de los microcréditos

Ni siquiera en el modo de conceder microcréditos a los beneficiarios existe uniformidad. Su concesión a grupos reducidos de prestatarios (*peer group lending*) ha venido siendo la tónica habitual y predominante, desde los orígenes, en muy distintas latitudes, si bien en los últimos tiempos está ganando terreno el microcrédito individual. Es en el entorno geográfico europeo donde siempre ha reinado ese otorgamiento individualizado. En teoría, ambos supuestos, grupales o individuales, descansan sobre la base de la ausencia de solicitud de garantías. Precisamente, la figura en estudio nació y se desenvolvió por y para quienes no podían aportar garantías al sistema bancario tradicional. La formación de grupos de microprestatarios salva —en los términos y condiciones que después serán examinados— la falta de garantías reales. Cuando, en cambio, un microprestatario no se aúna a otros, la viabilidad de su proyecto empresarial (*business plan based lending*) es lo que facilita el reembolso de las sumas prestadas(66).

---

(64) De soslayo, en el texto principal damos acogida a la clasificación de microcréditos que propone ABBAD SORT, M., *Microcréditos…*, *op. cit.*, pp. 55-76, 171, en su división en estos cinco grupos: microcréditos contra la pobreza, para el desarrollo, para la inclusión, para emprender y para la auto-ocupación (o el empleo). El primero (que lucha contra la pobreza extrema) y el último de los grupos (que favorece nuevos empleos en un escenario de crisis económica en el mundo desarrollado) son tan dispares que «nada en absoluto» les une (p. 94), tan sólo el nombre. Aun así, consideramos que todos cumplen un papel necesario.

(65) En la línea que propone la ORGANIZACIÓN MUNDIAL DE TURISMO, *Turismo, microfinanzas y reducción de la pobreza. Recomendaciones a las pequeñas y medianas empresas (PYME) y a las instituciones de microfinanza (IMF). Año internacional del microcrédito 2005*, OMT, Madrid, 2005, p. 46. En esta dirección, el estudio elaborado por el ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, *Microscopio global sobre el entorno para las microfinanzas. Índice y estudio piloto implementado por el Economist Intelligence Unit*, BID, CAF, IFC, 2009, 69 pp., define (en p. 5) a los «microcréditos» como «préstamos a trabajadores no asalariados que, por lo general, son inferiores o iguales al 250% del Ingreso Nacional Bruto *per cápita* del país».

(66) En España, entre otros países industrializados, ha venido siendo práctica habitual dentro de la obra social de las Cajas de Ahorro no solicitar garantías reales o personales a la hora de conceder microcréditos. Al respecto, léase *infra* la nota a pie de página núm. 198 y el texto principal correspondiente. *Vid.*, además, GOROSTEGUI, A., «Prólogo», en, ABBAD SORT, M., *Microcréditos: préstamos a la dignidad*, Icaria, Barcelona, septiembre 2010, p.

La práctica no se alinea bien con la teoría. En numerosas ocasiones, las IMFs condicionan la asignación de microcréditos a la prestación de muy distintas clases de garantías, personales o reales. Se piden, en efecto, desde garantías personales en forma de fianzas hasta garantía reales basadas en los bienes muebles corporales (incluidos, enseres domésticos y equipos productivos) o inmateriales e inmuebles titularidad del prestatario. La tipología de garantías solicitadas se amplía, abarcando créditos por cobrar, ahorro forzoso vinculado al préstamo y retenido por la IMF, o partes bloqueadas del microcrédito[67]. Al tiempo que se añade la ausencia en muy diversos países de registros de garantías reales sobre bienes muebles a la dificultad para la ejecución de la garantía en la hipótesis de impago, planteando una variada problemática para el prestamista, la constitución y aportación de garantías de uno u otro tipo se alza en barrera de difícil derrumbe para el prestatario.

Para intentar derruirla, en países como la India —donde hay regiones en las que los microcréditos garantizados se habían convertido en los últimos tiempos en praxis habitual— se han dictado normas prohibitivas de cualquier exigencia de garantías[68]. En vez de prohibir, otra manera de tratar de derribar aquel obstáculo es regular. En y para el marco regional supranacional americano se dictaron unas reglas especiales con las que facilitar la actividad empresarial de reducida dimensión mediante el crédito comercial garantizado[69]. Nos estamos refiriendo a los (12) *Principles of Secured Transactions Law in the Americans*, redactados en 2006 por el *National Law Center for the Inter-American Free Trade* (NLCIFT), sito en Tucson (Arizona)[70]. Su inicial aplicación territorial para el continente americano no impide sino que, al contrario, aconsejaba la extensión, en sus términos originales o revisados, a otros territorios, por

---

12. Como escribiera GUTIÉRREZ NIETO, B., *La financiación socialmente responsable: el microcrédito en España*, Thomson-Aranzadi, ICO, Navarra, 2005, pp. 173-174, como alternativas a la garantía grupal, aparte de la viabilidad del proyecto de empresa y el seguimiento en su cumplimiento, estarían las siguientes: «el hecho de que esté detrás una entidad financiera y la fuerza que emplea en recuperar deudas y la difícil rehabilitación que impone a los morosos», así como «la importancia que se da al documento que se firma […]. En este documento hay entidades que mencionan medidas judiciales en caso de incumplimiento del contrato».

(67) Conforme se señala en el concienzudo estudio elaborado por la Secretaría de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI-UNCITRAL): «Algunas cuestiones de orden legislativo que repercuten en la microfinanza», 20 de abril de 2012, p. 6, con base en los datos proporcionados en: <http://www.MixMarket.org> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(68) Es el caso específico del punto séptimo de la Ordenanza sobre microfinanza del Estado indio de Andhra Pradesh, cuyo tenor literal reza así: «No MFI shall seek any security from a borrower by way of pawn, pledge or other security for the loan». De esta Ordenanza y del motivo por el que se dictó, esto es, evitar las prácticas de cobro abusivas sufridas en Andhra Pradesh, habrá ocasión de hablar con mayor detenimiento *infra* en el subepígrafe II.2 y siguientes.

(69) En torno al «crédito comercial garantizado», «financiación garantizada con activos» (*asset-based*) u «operaciones garantizadas», que aquí no puede ser atendido con la minuciosidad que merecería, léanse los certeros comentarios plasmados en: KOZOLCHYK, B., «El crédito comercial…», *op. cit*., pp. 5-24, así como su definición (p. 8): «El crédito comercial "moviliza" los bienes del deudor que sirven como garantía, es decir, autoriza al deudor a usar, transformar, vender o permutar los bienes garantizadores y de esa manera facilita el pago de la obligación con los activos adquiridos a través del préstamo». *Vid*., asimismo, *infra*, nota a pie de página núm. 72.

(70) A una doble versión, en idiomas inglés y español, puede acceder con facilidad el lector, en soporte papel, en: AA.VV., «NLCIFT 12 Principles of Secured Transactions Law in the Americas (Los 12 Principios del NLCIFT para las Garantías Mobiliarias en las Américas)», *DN*, año 19, núm. 199, abril de 2007, pp. 25-28 y, en soporte electrónico, en: <http://db.natlaw.com/bci9.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012). Su primer Principio delimita las garantías mobiliarias sobre el crédito comercial en el sentido indicado en la anterior nota a pie de página: «Permiten al deudor el uso, transformación, venta o permuta de los bienes garantizadores (movilización de los activos)».

ejemplo, africanos[71]. De mayor alcance geográfico, por ser internacional, es —además de los textos coordinados de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado y del Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado (UNIDROIT)[72]— la Guía Legislativa de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (en sus conocidas siglas: CNUDMI-UNCITRAL) sobre las operaciones garantizadas, aprobada durante su 40.º período de sesiones en 2007[73], así como el Suplemento relativo a las garantías reales sobre propiedad intelectual de 2010[74] y el proyecto de Guía Legislativa Técnica relativa a la aplicación de la Guía para un registro de garantías reales[75]. La Guía Legislativa en vigor es aplicable a los efectos que aquí se estudian por recoger las operaciones financieras garantizadas con independencia del tamaño empresarial y de la cuantía prestada[76]; pero, aun existiendo este marco regulatorio general y global, sería oportuno estudiar la posibilidad y conveniencia de promulgar reglas o recomendaciones particularizadas para las microfinanzas garantizadas.

b) Entre otros microservicios financieros, los microseguros

La inicial sinonimia entre microfinanzas y microcréditos en el momento en que este fenómeno surgió en el pasado se resquebraja a pedazos en la actualidad. A la faceta del

---

(71) Así se indica en las palabras que preceden al texto de los Principios en su publicación en la *Revista Derecho de los Negocios* (*DN*) citada *supra* en la nota a pie de página previa (p. 25). Ya han servido de guía a la Ley Modelo interamericana sobre garantías mobiliarias de la Organización de los Estados Americanos, así como a diversas normativas internas de Latinoamérica. *Vid.* KOZOLCHYK, B., «El crédito comercial…», *op. cit.*, p. 8. Por su parte, para los países de Oriente Medio y África del Norte, la *International Finance Corporation* (IFC) y el *Arab Monetary Fund* (AMF) lanzaron, en abril de 2011, la Iniciativa Árabe de Garantías Mobiliarias, a través de la cual se promueven reformas en la legislación vigente para facilitar el acceso a la financiación de las más pequeñas empresas haciendo uso de los bienes muebles como garantías.

(72) Quisiéramos destacar aquí el Convenio de UNIDROIT relativo a garantías internacionales sobre elementos de equipo móvil (Ciudad del Cabo, 2001), así como sus tres dependientes Protocolos: el Protocolo sobre cuestiones específicas de los elementos de equipo aeronáutico (Ciudad del Cabo, 2001), el Protocolo sobre cuestiones específicas del material rodante ferroviario (Luxemburgo, 2007) y el Protocolo relativo a intereses internacionales en equipos móviles sobre cuestiones específicas de bienes de equipo espacial (Berlín, 2012). En las palabras del Preámbulo escritas por el Secretario General de UNIDROIT, ESTRELLA FARIA, J.A., «una obra sólida, profunda, completa y bien estructurada, que además de su elevado valor científico viene a llenar un vacío en el tratamiento monográfico en lengua española sobre el Convenio de Ciudad del Cabo», en: RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., *Las garantías mobiliarias sobre equipo aeronáutico en el comercio internacional. El Convenio de Ciudad del Cabo y su protocolo*, Marcial Pons; CEDIT, Madrid, 2012, 230 pp. Por otro lado, respecto a la coordinación y articulación de todos los textos sobre garantías reales de tres de las instituciones reguladoras supranacionales más destacadas (Conferencia de La Haya, UNIDROIT y UNCITRAL), véase la Nota de la Secretaría de UNCITRAL: «Comparación y análisis de las principales características de los instrumentos internacionales relacionados con las operaciones garantizadas», de 8 de abril de 2011 (A/CN.9/720).

(73) Documento Oficial de la Asamblea General de las Naciones Unidas, sexagésimo segundo período de sesiones, Suplemento núm. 17 (A/62/17 [primera parte], párrafo 154 y A/62/17 [segunda parte] párrafos 99 y 100). La Guía viene acompañada de un Anexo I con terminología y recomendaciones.

(74) Resolución aprobada por la Asamblea General en el sexagésimo quinto período de sesiones (Tema 77 del programa) (sobre la base del Informe de la Sexta Comisión [A/65/465]): A/RES/65/23, de 10 de enero de 2011.

(75) Documento A/CN.9/WG.VI/WP.48, de 28 de septiembre de 2011. Documentos A/CN.9/WG.VI/WP.50 y A/CN.9/WG.VI/WP.50/Add.1, 6 de marzo de 2012, con el Anexo I. Terminología y recomendaciones. Documento A/CN.9/WG.VI/WP.50/Add.2, de 2 de marzo de 2012, con formularios de notificación.

(76) En la Nota de la Secretaría preparada con ocasión del 43.º período de sesiones de UNCITRAL se informó que tal Guía Legislativa «constituye un marco jurídico moderno que puede cobijar a operaciones financieras muy distintas y, por tanto, a la microfinanza» (párrafo 34, p. 12).

crédito se ha ido añadiendo un extenso portafolio de productos innovadores de ahorro, inversión, seguro y pensión, que se emplean por separado o en combinación con los microcréditos, a modo de paquete financiero para los más necesitados. Desde sus primeras comercializaciones, resulta habitual, por ejemplo, la asociación de los microseguros, sobre todo, en su faceta de seguros de vida con los microcréditos(77). Además de los microseguros, hay microfondos de pensiones, *microleasing*, microfranquicias, micro-*housing*, micropagos, servicios de transferencias monetarias y remesas de emigrantes, depósitos y cuentas de ahorro de escasa cuantía, o asesoramiento técnico y tutorización empresarial(78). El futuro probablemente añadirá otros microservicios básicos con componente financiero. Los citados son el presente.

Entre ellos, se imponen los microseguros. Bajo distintas fórmulas de negocio que atienden al modelo directo por parte de las compañías aseguradoras, al de agente vinculado entre éstas y las IMFs, al de proveedor por parte de las IMFs, al mutual, cooperativo o basado en las comunidades locales, o al de alianzas público-privadas, se están colocando en el mercado pólizas de seguro(79) de variadas modalidades: seguros de vida, de fallecimiento, de enfermedad, o de intereses sobre las cosas o el patrimonio. Separados o en conjunción con los microcréditos están adquiriendo cada vez mayor difusión práctica como mecanismo para la cobertura de los riesgos y, por ende, para un desenvolvimiento social, económico y comercial apto. *A priori*, son directas las relaciones de los microseguros con los microcréditos. Para que así fuera también *a posteriori* debiera estar contrastada bien su distribución conjunta(80) o bien que los destinatarios pueden beneficiarse con mayor facilidad de un microseguro si previamente han obtenido un microcrédito y, viceversa, de un microcrédito si ya gozan de un microseguro. De uno u otro modo, la necesidad socio-económica que pretende ser satisfecha con los microseguros es análoga a la de los microcréditos. Unos y otros han sido ideados para atender las penurias de quienes

---

(77) *Vid.* MURRAY, S., «Helping farmers reap rewards», *Financial Times*, 3 de enero de 2010, p. 3. *Vid.* ALBARRÁN LOZANO, I.; ALONSO GONZÁLEZ, P., «Microseguros: fundamentos técnicos y ámbito de aplicación de un producto en expansión», *RES*, núm. 131, julio-septiembre de 2007, pp. 297 y ss.

(78) Ya en 1998, a la hora de definir la expresión «microfinanciación», la Comisión europea aludía a «la prestación de una gama de servicios financieros (por ejemplo, ahorro, crédito y seguros)» (Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo «Microfinanciación y reducción de la pobreza» [COM (1998) 527 final, 30 septiembre 1998, p. 6]). Por su parte, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria describe las microfinanzas como «una rama de la finanza que presta servicios que son habituales de una amplia gama de instituciones financieras, tales como servicios de préstamo, de pago de depósito de fondos, de seguros, pagos y de transferencia de fondos». *Vid.* BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, COMITÉ DE BASILEA DE SUPERVISIÓN FINANCIERA, *Microfinance activities and the core principles for effective banking supervision*, 2010, pp. 31-32. En general, para obtener más información sobre los microservicios financieros, consúltese: ARGANDOÑA, A., «La dimension ética de las microfinanzas», *IESE Business School – Universidad de Navarra*, Documento de investigación DI-791, abril de 2009, pp. 3-5. (Disponible en: <http://www.microfinanzas.org/uploads/media/DI-0791.pdf> [última consulta: 7 julio 2012]). De modo más breve, *vid.* VEREDA DEL ABRIL, A., *Microcréditos*…, *op. cit.*, p. 129. En específico, en torno al microahorro, en paralelo y como complemento del microcrédito, se discutió en el taller «Mejores prácticas en grupos de ahorro manejados por la comunidad y otras formas de microahorros para llegar a los más pobres exitosamente y de manera sostenible», organizado el 16 de noviembre de 2011 dentro de la V Cumbre Mundial del Microcrédito.

(79) *Vid.* ALBARRÁN LOZANO, I.; ALONSO GONZÁLEZ, P., «Microseguros…», *op. cit.*, pp. 297 y ss.; SWISS REINSURANCE COMPANY, «Microinsurance – risk protection for 4 billion people», Swiss Re, *Sigma*, núm. 6, 2010, p. 13. En general, *vid.*, asimismo, LYMAN, T., «Recommendations for proportionate regulation and supervision on microfinance», en, *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «Proportionate regulation and supervision of microfinance – key issues», UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011.

(80) *Vid. supra* nota a pie de página núm. 77.

tienen menores ingresos económicos. De la misma manera en que durante sus primeros años de existencia la figura del microcrédito se focalizó en una concreta localización geoeconómica para después ir extendiendo su operativa a prácticamente todos los mercados en desarrollo y desarrollados, el microseguro va ampliando paulatinamente su campo territorial de actuaciones. Su concentración en la región de Asia-Pacífico, principalmente en la India, Bangladesh, China y Filipinas, y en zonas de Latinoamérica como Brasil, México, Perú o Colombia convierte en apremiante la ampliación a aquellos otros países en fase de desarrollo en los que el microseguro está aún por explorar(81), así como a los países más desarrollados en fase de estancamiento o retroceso económico que no están apostando por el microseguro o lo hacen con timidez. La gravedad y profundidad de la recesión en que se encuentra sumergida buena parte de los Estados que aún lideran la Economía mundial plantea la necesidad de impulsar también en ellos el microseguro(82) como fórmula apta, en combinación con el microcrédito, para favorecer el (auto)empleo entre las personas más excluidas del mercado de trabajo.

Común a unas y otras regiones es, salvo excepción, la nula atención que se ha prestado al fenómeno del microseguro por parte del legislador(83), pese a su viabilidad de expansión y cobertura hasta cuatro mil millones de clientes potenciales(84). Ante este contexto, hemos de plantear una serie de cuestiones entrelazadas: ¿puede denominarse «seguro» al «microseguro»?, ¿es una figura que difiere de la del seguro, tal y como es conocida tradicionalmente?, ¿qué tipo de riesgos (de vida, integridad física, intereses sobre las cosas e intereses sobre el patrimonio íntegro) puede y suele cubrir?(85), ¿puede cumplir su papel el reaseguro pese a la pequeña talla del microseguro?(86), ¿es el fin del microseguro(87) o,

---

(81) *Vid.* SWISS REINSURANCE COMPANY, «Microinsurance – risk protection…», *op. cit.*, pp. 1, 15-18. En veintitrés de los cien países más pobres de la Tierra no existen evidencias de actividad microaseguradora, según el siguiente estudio: ROTH, J.; MCCORD, M. J.; LIBER, D., *The landscape of microinsurance in the World's 100 Poorest Countries*, The Microinsurance Centre, abril de 2007, p. 15.

(82) ROUSSEL, F., *Microfinance Barometer 2011 – Convergences 2015*, 2.ª ed., 2011, p. 1, expuso cómo durante 2010 en Francia se diversificaron los servicios microfinancieros, abarcando a los microseguros, que consiguieron un incremento del 30%.

(83) Algunas de las excepciones las representan las normativas sobre microseguros de India, Filipinas o Perú. *Ibidem*, pp. 15-18.

(84) Esta cifra del potencial de cobertura del microseguro se proporcionó en: SWISS REINSURANCE COMPANY, «Microinsurance – risk protection…», *op. cit.*, p. 4.

(85) Es útil el cuadro que se articula con los principales ramos de seguros en: BROSETA PONT, M.; MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, vol. II, *Contratos mercantiles, Derecho de los títulos-valores, Derecho concursal*, 18.ª ed., Tecnos, Madrid, 2011, p. 370.

(86) ROTH, J.; MCCORD, M. J.; LIBER, D., *The landscape of microinsurance…*, *op. cit.*, p. 4, niegan que el reaseguro pueda desempeñar un papel relevante en el contexto de los microseguros y afirman que para las aseguradoras puede ser suficiente cubrirse con un portafolio que combine microseguros con seguros. Aun así, consideran que, de extenderse geográficamente el ámbito de aplicación de los microseguros, el reaseguro podría llegar a cumplir un mayor rol. También léase: SWISS REINSURANCE COMPANY, «Microinsurance – risk protection…», *op. cit.*, p. 14.

(87) «¿El fin del microseguro?» fue el título de la opinión de WREDE, P. (de la *Aga Khan Agency for Microfinance*), reflejada en el Boletín del Fondo para la Innovación en Microseguros de la OIT (*Innovation Flash*), núm. 7, agosto 2010, p. 1. Allí sostenía lo siguiente: El microseguro, «¿es útil para el diálogo con potenciales compradores de seguros, o con asociados en distribución y servicios? Tengo mis dudas». […] «¿Por qué no ofrecen seguro en vez de microseguro?». […] «Yo prefiero ofrecer seguros a nuestros clientes en vez de microseguros». […] «En 10 años nadie más hablará de los microseguros. Así de seguro».

acaso, su nacimiento?, ¿cuáles han de ser los principios que regulen, de ser necesario, los microseguros?[88], ¿puede el Derecho de seguros en su formulación vigente hacer frente a las necesidades de los microseguros?, ¿se trata de una institución demasiado micro para ser regulada?, en definitiva, ¿es preciso un «microDerecho de seguros»? La cada vez mayor difusión práctica que el microseguro está adquiriendo en la actualidad en los cien países más pobres desencadena este amplio debate; haciendo precisa, a nuestro parecer, la formulación de directrices desde el campo del Derecho. Es hora de romper con el nulo interés jurídico que hasta la fecha ha despertado la figura del microseguro. Una regulación propia, en la que juegue la supervisión un imprescindible rol como mecanismo de protección de los asegurados, habría de atender, al menos, a la tipología de agentes microaseguradores que intervienen, a una política de simplificación de la documentación que garantice transparencia y comprensión, así como a la reducción de los requerimientos mínimos de capital exigibles a los microaseguradores[89]. Regulemos sus principios y características de accesibilidad, asequibilidad, flexibilidad y sencillez[90] para potenciar la actividad de microaseguramiento. Hágase en y desde el Derecho Privado de seguros, dentro del más amplio Derecho del Mercado Financiero[91]. Hágase en un doble plano nacional e internacional. Sirva de guía para el legislador interno e internacional el documento de orientación que, en octubre de 2010, preparó el *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) – *Microinsurance Network Joint Working Group* con el propósito de regular y supervisar el acceso de todos al mercado de seguros.

4. Las nuevas tecnologías al servicio de las microfinanzas

Tanto en los mercados emergentes como en los mercados desarrollados en retroceso, resulta de indiscutible provecho para la financiación inclusiva y, dentro de ella, para las microfinanzas el empleo imparable de las técnicas electrónicas de la sociedad de la información en la que todos (*rectius*, casi todos, también en los países pobres) estamos inmersos. La tecnología posee un ancho campo de actuación en el entorno de los microcréditos y de los microseguros. En este último campo, es apta para proporcionar soluciones aplicables a toda

---

(88) Tanto esta pregunta acerca de los principios que rigen los microseguros como una de las anteriores recogidas en el texto principal y, en concreto, qué tipo riesgos cubren los microseguros fueron formuladas por LYMAN, T., «Recommendations…», *op. cit.* Para ALBARRÁN LOZANO, I.; ALONSO GONZÁLEZ, P., «Microseguros…», *op. cit.*, pp. 297 y ss., los principios rectores de los microseguros son los mismos que los de los seguros convencionales.

(89) En la línea de lo que detallaron ROTH, J.; MCCORD, M. J.; LIBER, D., *The landscape of microinsurance*…, *op. cit.*, pp. iv y v; 10-12.

(90) Los principios y características del microseguro se examinaron en: SWISS REINSURANCE COMPANY, «Microinsurance – risk protection…», *op. cit.*, p. 2.

(91) *Vid.* BROSETA PONT, M.; MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual*…, *op. cit.*, p. 364, donde se dispone que el sector asegurador forma parte del sistema financiero. Así lo recoge la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, al incluir en su Capítulo I, sobre el «fomento de la eficiencia del sistema financiero», una triple sección: la primera, para el mercado de valores; la segunda, para el mercado de crédito; y la tercera, para el mercado de seguros. En cambio, ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 3.ª ed., 2005, p. 26, aun reconociendo que «Banca, bolsa y seguros integran el sistema financiero», añade que «por convención técnica y doctrinal el Derecho de seguros no forma parte del Derecho del mercado financiero». «Son, pues, razones principalmente técnicas las que justifican que el Derecho de seguros sea objeto de estudio separado». En nuestra opinión, son salvables las razones de carácter técnico y doctrinal que lo separan, por lo que consideramos conveniente su examen y estudio conjunto.

la cadena de servicio y administrativa, desde la promoción y venta del seguro hasta las eventuales reclamaciones, pasando por la inscripción del cliente y el cobro de las primas(92). Ya es una realidad la difusión de los servicios móviles para ofrecer microseguros(93). Aun así, hay que seguir preguntándose por el papel que las tecnologías pueden jugar en la apertura de nuevos canales de distribución de los microseguros, de menor costo que los tradicionales y de mayor valor para el cliente. A mayor abundamiento, cabría preguntarse, incluso, por la viabilidad de las eventuales plataformas electrónicas de ofrecimiento de microseguros en un proceso de desintermediación financiera: ¿serían viables los microseguros en un entorno electrónico sin la intermediación de las compañías aseguradoras profesionales? El ejemplo, en su caso, a tomar y seguir sería el de las plataformas virtuales P2P (*person-to-person* o *peer-to-peer*) para préstamos sociales, más conocido como: «P2P *Lending*».

Se trata esta última de una fórmula revolucionaria de financiación, sin la intermediación de las instituciones financieras tradicionales, que ha ido adquiriendo en los últimos años un vertiginoso crecimiento como herramienta *on line* para que los particulares, con independencia de su lugar de domicilio, hagan llegar recursos económicos a quienes desean convertirse en (o subsistir como) emprendedores en las zonas más desfavorecidas del Planeta. Son fondos procedentes de la Red. Internet es la tecnología que permite esa desintermediación. La pionera KIVA, Microplace y MyC4 son tres de la más de una veintena de *websites*(94) a través de los cuales se conecta con un clic a prestamistas no profesionales con empresarios microprestatarios desfavorecidos, escogidos por la solvencia y viabilidad de su proyecto empresarial por una red de IMFs no bancarias, generalmente ONG, que actúan

---

(92) Es de interés, a estos efectos, el gráfico dibujado en la página 2 del número 9 del Boletín del Fondo para la Innovación en Microseguros de la OIT (*Innovation Flash*), de marzo de 2011, bajo el título: «Subvenciones a la innovación».

(93) Como se explica en el Capítulo IV del Informe sobre la Economía de la Información 2010 de Naciones Unidas, donde se puso el ejemplo de Kenia (p. 71).

(94) En funcionamiento desde 2005, la *web* puesta en funcionamiento por KIVA (<http://www.kiva.org>: última consulta: 7 de julio de 2012), como organización sin ánimo de lucro, ha alcanzado unas cifras record superiores a los trescientos treinta millones de dólares procedentes de casi ochocientos mil microprestamistas para financiar más de ochocientas veinte mil microempresas situadas en sesenta y tres países. Por su parte, Microplace (<https://www.microplace.com>: última consulta: 7 de julio de 2012), propiedad de E-Bay, está restringida a los residentes en USA, a diferencia de las otras dos plataformas citadas en el texto principal, que son de ámbito universal. La restricción es, no obstante, para los inversores, debido a que los empresarios pueden estar localizados geográficamente en África, Asia o América. En los EE.UU. y, en concreto, en San Francisco también está radicada Prosper (Prosper Marketplace, Inc.). Aun siendo muy conocida, por su carácter más localista (centrado en prestatarios norteamericanos) y el no elevado número de prestamistas y prestatarios que intervienen en la actualidad en el sector de préstamos para negocios de esta plataforma electrónica, hemos decidido no nombrarla en el texto principal. Otra organización no gubernamental con base en USA que une a microprestamistas particulares con microprestatarios empresarios es Zidisha (<http://www.Zidisha.org>: última consulta: 7 de julio de 2012). A través de la plataforma electrónica de MyC4 (<http://www.myc4.com>: última consulta: 7 de julio de 2012) más de diecinueve mil inversores particulares de ciento dieciséis países habían invertido hasta julio de 2012, mediante el otorgamiento de microcréditos (con subasta de tipo de interés), en más de nueve mil negocios de siete países africanos por un valor total superior a los dieciséis millones de euros. Amén de los citados, otros *online marketplaces* surgidos al calor de la «fiebre» por los microcréditos a microempresas son: Babyloan (<http://www.babyloan.org>), dhanaX (<https://www.dhanax.com>), 51Give (<http://www.51give.com>), Good Return (<http://goodreturn.org>), Impulso (<http://www.impulso.org.br>), Inuka (<http://www.inuka.org>), LendWithCare (<http://www.lendwithcare.org>), myElen (<http://myelen.com>), p2p microfinance (<http://www.p2pmicrofin.org/About.aspx>), Rang De (<http://rande.org>), Veecus (<http://www.veecus.com>), Wocai (<http://www.wokai.org>), Xetic (<http://en.xetic.org>) o Zafen (<http://www.zafen.org>) (últimas consultas: 30 de diciembre de 2011).

como *«field partners»*[95]. Los *field partners* se encargan no sólo de escrutar, calificar y clasificar por nivel de riesgo a los empresarios posibles microprestatarios de la zona geográfica en la que están establecidos sino también de administrar los fondos que los particulares van concediendo con conocimiento de los términos en los que prestan y de los riesgos por incumplimiento que asumen. En la era de la interconectividad en línea se desenvuelven estos *electronic marketplaces*[96] que permiten que las microfinanzas sean el medio a través del cual los pobres accedan a los recursos más básicos con los que potenciar su capacidad empresarial. No es caridad, es (una doble) oportunidad. Oportunidad de inversión para los inversores y oportunidad de financiación para los emprendedores. Inversión y financiación —recuérdese— son las dos «caras» de la misma «moneda».

Las nuevas tecnologías de la información y la comunicación (TIC) se cuelan por otras muchas «rendijas» de las microfinanzas para continuar favoreciendo la apertura financiera también en los mercados en vías de desarrollo. Las soluciones basadas en las TIC y, en particular, los dispositivos móviles abren un sinfín de posibilidades para el aumento de la productividad empresarial y la disminución de la pobreza que eran desconocidas hace tan solo una década[97]. La *«mobile microfinance»* estimula el progreso de la actividad comercial y promueve el bienestar económico y social. Cajeros automáticos, dispositivos de puntos de venta en establecimientos de comercio, tarjetas inteligentes, huellas digitales, ordenadores personales o teléfonos móviles son medios a través de los que recibir dinero o realizar pagos con celeridad y a bajo coste[98]. Aun cuando el «comercio móvil» no pueda restringirse al teléfono móvil por abarcar cualquier otro dispositivo móvil manual, no cabe duda de que las comunicaciones telefónicas están alcanzando un inmenso valor como canal alternativo de distribución de las microfinanzas en las zonas y sectores peor atendidos por los canales oficiales de la banca. El esquema de corresponsales no bancarios —al que hicimos, en un momento previo, una ligera mención[99]— se complementa bien con este comercio móvil, dentro del concepto global de la banca sin

---

(95) Una descripción de las funciones e indicadores de los *field partners* o socios de campo que colaboran con KIVA se halla en: <http://www.kiva.org/help/fieldPartnerListing#FieldPartner> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(96) Obra de referencia en la doctrina española sobre los *electronic marketplaces* es: RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., *El régimen jurídico de los mercados electrónicos cerrados (e-Marketplaces)*, Marcial Pons, Madrid, 2006, 727 pp. El concepto que allí (p. 66) se ofrece del mercado electrónico cerrado (MEC) es este: «un entorno electrónico, es decir, un conjunto de nodos, redes, sistemas de información y aplicaciones informáticas que permiten la realización de transacciones entre los operadores económicos que sean miembros, conforme a unas reglas y bajo la gestión centralizada de una entidad (gestora) que supervisa, organiza y administra el mercado». En definitiva, «son mercados, formados por el cruce de oferta y demanda, donde realizar transacciones comerciales, que se construyen […] sobre un nuevo soporte, el soporte digital». La base de esta definición permite a la autora citada hacerse eco (en pp. 66-67) de la multiplicidad de expresiones con la que se nombra a este fenómeno. Son, entre otras, las siguientes: mercados virtuales, cibermercados, mercados electrónicos, plataformas electrónicas o, en términos anglosajones, *e-hubs*, *virtual marketplaces*, *e-marketplaces*, *electronic marketplaces*, *B2B electronic marketplaces*, *B2B exchanges* o *net markets*.

(97) Como puede leerse en el Prefacio escrito por el Sr. BAN KI-MOON en el Informe sobre la Economía de la Información 2010 de Naciones Unidas.

(98) El Informe sobre el Estado de la Campaña de la Cumbre de Microcrédito 2011 señala en su página 6 varios ejemplos del alcance de estas tecnologías: «En el *Opportunity International Bank* de Malawi, los clientes sacan sus ahorros de un cajero automático con una tarjeta inteligente y su huella digital; en el *Equity Bank* en Kenia, los ahorradores depositan dinero en sus cuentas con un mensaje de texto que transfiere valor desde su teléfono móvil». Asimismo, *vid. infra* nota a pie de página núm. 103.

(99) *Vid. supra* nota a pie de página núm. 18.

sucursales, para favorecer la inclusión en la financiación de los sectores de la población no bancarizados[100].

Gracias al teléfono móvil y sus mensajes cortos de texto se realizan en la actualidad multitud de pequeñas transacciones o transferencias monetarias, generalmente a muy corto plazo[101], que favorecen aquella inclusión. Los pagos móviles o *«m-payments»* —entendidos como pagos que utilizan un dispositivo móvil— están siendo muy prometedores desde hace tiempo, aunque con distinto ritmo según las tecnologías y con diferente intensidad según los países. Aun en las naciones donde la telefonía fija no ha penetrado de forma generalizada, la telefonía móvil sí se ha generalizado[102]. Fue en Kenia[103] donde se instauró la primera institución microfinanciera 100% móvil[104], nacida de la experiencia de implementar los pagos móviles en la propia Kenia y en Tanzania. La solución está siendo allí la tecnología.

Amén de los pagos móviles, cabe aludir —de soslayo— al dinero electrónico. Se recuerda que el dinero electrónico, dinero digital o, en expresión anglosajona, *«e-money»* —normado en España a través de la nueva Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico, con desarrollo reglamentario mediante Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo[105]—, entendido en el más amplio de sus sentidos, es comprensivo no solo del dinero digital o dinero efectivo electrónico *stricto sensu* sino de cualquier modalidad o sistema de pago que utilice las tecnologías electrónicas. Dando un paso más, el dinero electrónico móvil

---

(100) *Vid.* GARCÍA ALBA, J. (coord.), *Telefonía móvil*…, *op. cit.*, p. 42.

(101) *Vid.*, de nuevo, *infra* nota a pie de página núm. 103.

(102) En el Capítulo II del Informe sobre la Economía de la Información 2010 de las Naciones Unidas se ofrecen datos de la elevada penetración de la telefonía móvil en el mundo, si bien con el matiz de su menor expansión en las zonas rurales más aisladas de los países menos adelantados. Un ejemplo de su empleo para el pago móvil por empresas en Afganistán se recoge en la página 80. Por lo que hace a la cobertura en América Latina, léase: GARCÍA ALBA, J. (coord.), *Telefonía móvil*…, *op. cit.*, pp. 43 y ss.

(103) En palabras de ALOO, L. en el cuarto panel «Recent trends in financial inclusion: technological innovation, branchless banking and commercialisation», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*, Viena: UNCITRAL, 12 de enero de 2011, en Kenia está resultando de suma utilidad el sistema electrónico como vía para conceder microcréditos de ínfima cantidad (de medio dólar o un dólar) a muy corto plazo, a veces, a un mes. Asimismo, véase: ALLIANCE FOR FINANCIAL INCLUSION, *Enabling mobile Money transfer: the Central Bank of Kenya's treatment of M-Pesa*, *case study*, febrero de 2010, p. 1. El sistema no bancario de «M-Pesa», como modelo transformacional, proporciona a muchos ciudadanos de Kenia servicios variados (como envíos de dinero, pago de facturas y gastos o abono de salarios) por teléfono móvil desde 2007. Otros ejemplos de modelos transformacionales (*m-banking* sin relación bancaria directa para clientes no bancarizados) de servicios financieros móviles, frente a los modelos aditivos (que incorporan el *m-banking* a la oferta bancaria y a sus clientes tradicionales), se encuentran en: GARCÍA ALBA, J. (coord.), *Telefonía móvil*…, *op. cit.*, pp. 4, 56 (más en detalle en pp. 53-55, 94-97).

(104) Nos estamos refiriendo a MUSONI. *Vid.* <http://www.musoni.eu> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(105) La Ley vio la luz en el BOE núm. 179, de 27 de julio de 2011, pp. 84235-84254 (RCL 2011, 12909) y el Real Decreto, en el BOE núm. 108, de 5 de mayo de 2012, pp. 33922-33942 (RCL 2012, 5993). Válida para todas las transacciones financieras (no sólo, pero también, microfinancieras), en el artículo 1.2 de la citada Ley se define el «dinero electrónico» como: «todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que represente un crédito sobre el emisor, que se emita al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago según se definen en el artículo 2.5 de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, y que sea aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico». Aun cuando su fecha de publicación sea anterior a la publicación de esta Ley 21/2011, se recomienda el siguiente trabajo en materia de dinero electrónico: MADRID PARRA, A., «Dinero electrónico: reflexiones sobre su calificación jurídica», en, MADRID PARRA, A. (Dir.), *Derecho del sistema financiero y tecnología*, Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 13-52.

se almacena en forma electrónica y se instala en un dispositivo móvil para realizar micropagos de lo más variados en comercios o transportes públicos, entre otros. Más de un centenar de iniciativas de dinero móvil existen en el mundo estimulando la colaboración del sector financiero y las telecomunicaciones a favor de las personas de menores ingresos(106).

Pagos móviles y dinero electrónico móvil se aúnan con la denominada «banca móvil» en el seno del comercio móvil. Aparte de lo prometedores que están siendo los pagos móviles, la banca móvil se desarrolla permitiendo el acceso a las cuentas bancarias a través de dispositivos móviles. Su crecimiento es digno de resaltar. El empleo y la utilidad del *«Mobile-Banking»* o *«M-Banking»* —como estadio posterior, más evolucionado por más electronificado, al «pago móvil»— se constatan en países tan lejanos geográficamente como Filipinas(107) o Colombia(108). Para el paso del pago móvil a la banca móvil se necesita un mercado activo y una infraestructura técnica, de seguridad y financiera potente, además de una adecuada reglamentación(109). Tanto para el primer escalón del pago móvil como para el superior —por más avanzado tecnológicamente— de la banca móvil, es preciso contar con un marco jurídico de protección del consumidor, de sistemas de garantías apropiadas y de mecanismos de resolución alternativa de conflictos o, en sus conocidas siglas, ADR(110), incluso en línea (ADR *on line*)(111). Un sistema normativo que, en definitiva, evite, controle y sancione las «malas prácticas» de terrorismo, fraude, falsificación, blanqueo o lavado de capitales y, en general, delincuencia(112) que, a veces, vienen facilitadas en este entorno por el empleo incorrecto de los dispositivos electrónicos.

El comercio móvil ha de ser regulado para alentar las «buenas prácticas» como canal eficaz que estimule y acreciente las microfinanzas. En general, la «ciberlegislación»(113)

---

(106) En cifras recogidas en la Nota de la Secretaría de UNCITRAL: «Algunas cuestiones de orden legislativo que repercuten en la microfinanza», 20 de abril de 2012, p. 18.

(107) *Vid.* AA.VV., «Microfinance lenders are getting the message», *Financial Times*, 16 de noviembre de 2007.

(108) Para potenciar las microfinanzas en Colombia se ha aprobado una veintena de normas de distinto rango mediante las que se ha apostado por la «banca móvil», aparte de por tasas de interés competitivas, por la reforma del régimen jurídico de garantías, por la creación de una amplia red de corresponsales no bancarios y por el desarrollo de cuentas de ahorro de escasa cuantía. El resultado de estas medidas normativas ha sido el aumento del índice de bancarización: en cuatro años se ha pasado del 47% al 63% de cobertura bancaria y el reto para los próximos años es alcanzar el 70%. Desde agosto de 2006 hasta noviembre de 2010, más de dos millones de colombianos con bajos ingresos habían tenido acceso por primera vez al microcrédito. *Vid.* MOYA, C., «Una política para promover…», *op. cit.*

(109) En palabras (y gráfico) de SCHMITZ, K. (del Banco Mundial) pronunciadas en: «Recent trends in financial inclusion», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Recent trends in financial inclusion: technological innovation, branchless banking and commercialisation», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

(110) *Vid.* VASCONCELOS FREIRE, M., «Social Money (complementary currencies) research project – solidarity finance», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Recent trends in financial inclusion: technological innovation, branchless banking and commercialisation», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

(111) Según plantea la Secretaría de UNCITRAL en: «Algunas cuestiones de orden legislativo que repercuten en la microfinanza», 20 de abril de 2012, p. 17.

(112) Estos riesgos fueron denunciados por ALOO, L., de Kenia, en la ponencia que impartió en el *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Acerca de la normativa KYC (*Know your customer*) de lucha contra el lavado de dinero y financiación del terrorismo, *vid.* GARCÍA ALBA, J. (coord.), *Telefonía móvil*…, *op. cit.*, p. 87.

(113) Empleamos el vocablo con que las Naciones Unidas tituló su siguiente análisis: NACIONES UNIDAS, *Estudio sobre las perspectivas de la armonización de la ciberlegislación en América Latina*, Naciones Unidas, Nueva York – Ginebra, junio de 2009, 68 pp. (UNCTAD/DTL/STICT/2009/1). Se trata de un informe preparado en el marco del trabajo que la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Desarrollo y Comercio) emprendió en Latino-

siempre ha de poder y saber combinar y coordinar la escala nacional con la regional. En el contexto regional, a este lado del Atlántico, las instituciones comunitarias han publicado, además de la legislación sobre comercio electrónico, una normativa en materia de pagos electrónicos(114). Mientras, al otro lado del Atlántico, MERCOSUR ha aprobado reglas en torno a la eficacia jurídica de los documentos electrónicos y las firmas electrónicas, o a la información del consumidor en las transacciones comerciales efectuadas a través de Internet(115). Desde la más extensa de las panorámicas posibles, esto es, la internacional, los textos uniformes elaborados por UNCITRAL tanto en materia de transferencias internacionales de crédito(116) como, sobre todo, de comercio electrónico(117) configuran un

---

américa en 2007 en este ámbito de la ciberlegislación y, en concreto, del taller regional que sobre este extremo se llevó a cabo en Argentina en 2008 (p. iii).

(114) En este contexto interesa apuntar la siguiente normativa comunitaria en materia de pagos: Recomendación 87/598/CEE de la Comisión, de 8 de diciembre de 1987, sobre un Código europeo de buena conducta en materia de pago electrónico (Relaciones entre organismos financieros, comerciantes-prestadores de servicios y consumidores (DO L 365, de 24 de diciembre de 1987); Recomendación 88/590/CEE de la Comisión, de 17 de noviembre de 1988, relativa a los sistemas de pago y en particular a las relaciones entre titulares y emisores de tarjetas (DO L 317, de 24 de noviembre de 1988); Recomendación 97/489/CE de la Comisión, de 30 de julio de 1997, relativa a las transacciones efectuadas mediante instrumentos electrónicos de pago, en particular, las relaciones entre emisores y titulares de tales instrumentos (DO L 208, de 2 de agosto de 1997); Directiva 98/26/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores (DO L 151, de 1 de junio de 1998); Decisión marco del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la lucha contra el fraude y la falsificación de pagos distintos del efectivo (DO L 149, de 2 de junio de 2001); Reglamento (CE) núm. 1781/2006 del Parlamento europeo y del Consejo, de 15 de noviembre de 2006, relativo a la información sobre los ordenantes que acompaña a las transferencias de fondos (DO L 345, de 8 de diciembre de 2006); Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE (DO L 319, de 5 de diciembre de 2007); y Reglamento (CE) núm. 924/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativo a los pagos transfronterizos en la Comunidad y por el que se deroga el Reglamento (CE) núm. 2560/2001 (DO L 266, de 9 de octubre de 2009).

(115) Se trata de la Resolución MERCOSUR núm. 37/06 sobre el reconocimiento de la eficacia jurídica del documento electrónico, la firma electrónica y la firma electrónica avanzada; la Resolución núm. 34/06 de Directrices para la celebración de acuerdos de reconocimiento mutuo de firmas electrónicas avanzadas; y la Resolución núm. 21/04 sobre el derecho a la información del consumidor en las transacciones comerciales efectuadas a través de Internet. El listado completo de las Resoluciones adoptadas por MERCOSUR en materia electrónica se recoge en: NACIONES UNIDAS, *Estudio sobre las perspectivas*…, *op. cit.*, pp. 33-34.

(116) En concreto, la Ley Modelo sobre transferencias internacionales de crédito de 1992, localizable en: <http://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/payments/transfers/ml-credittrans-s.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(117) Nos estamos refiriendo, en particular, primero, a la Ley Modelo sobre comercio electrónico, aprobada el 12 de junio de 1996 (Resolución aprobada por la Asamblea General sobre la base del informe de la Sexta Comisión [A/51/628]) (A/RES/51/162, 30 de enero de 1997); en unión a una Guía para su incorporación al Derecho interno, con el nuevo artículo 5 bis aprobado en 1998. En segundo término, la Ley Modelo sobre firmas electrónicas, de 5 de julio de 2001 (Resolución aprobada por la Asamblea general sobre la base del informe de la Sexta Comisión [A/56/588]), con la Guía para su incorporación al Derecho interno. Asimismo, la Convención de las Naciones Unidas sobre la utilización de las comunicaciones electrónicas en los contratos internacionales (CNUCE), de 23 de noviembre de 2005 (Resolución aprobada por la Asamblea General sobre la base del informe de la Sexta Comisión [A/60/515]). A los anteriores textos normativos se añaden tanto la temprana Recomendación sobre el valor jurídico de la documentación informática de 1985 como el más reciente texto sobre el fomento de la confianza en el comercio electrónico: cuestiones jurídicas de la utilización internacional de métodos de autenticación y firmas electrónicas de 2007. Para el acceso *on line* a todos los documentos que acaban de ser enumerados, puede consultarse: <http://www.uncitral.org/uncitral/es/uncitral_texts/electronic_commerce.html> (última consulta: 7 de julio de 2012).

marco base apropiado a nuestros efectos[118]. Pero, ¿basta el sistema jurídico del comercio electrónico para el comercio móvil?[119] A nuestro parecer, lo apropiado sería, a partir del aprobado en materia de comunicaciones electrónicas, desarrollar uno específico centrado en las comunicaciones a través de dispositivos móviles. En todo caso, sería de utilidad que dicha regulación fuera internacional, quedando las normativas dictadas (o por dictar) de las instancias nacionales y supranacionales unidas, en íntima ligazón, con ella. El propósito último es armonizar el gigante «mosaico» regulatorio del ciberespacio y, en este caso, del comercio móvil para, vía microfinanzas, intentar dar un paso más hacia el primer Objetivo de Desarrollo del Milenio.

II. NO ES ORO TODO LO QUE RELUCE EN LAS MICROFINANZAS

Tras haber abordado la pertinente delimitación subjetiva y objetiva de las microfinanzas y destacado el papel en ellas de las TICs, ha de proseguir *in mente* la lucha contra la pobreza y el hambre. Las políticas públicas y privadas en pro de la microfinanciación no debieran dejar nunca de lado este objetivo inicial y final. Muchas veces, sin embargo, se ha olvidado o simplemente apartado. Existen intereses contrapuestos que no siempre convergen hacia el camino que combate la desigualdad y exclusión social y financiera de los más desfavorecidos. No adelantemos más. Vayamos paso por paso. Comencemos por los orígenes para terminar aclamando el retorno a los motivos e ideales que sirvieron de inspiración a esta figura a través de una adecuada regulación.

1. El oro del Nobel de la Paz

De todos es sabido cómo los microcréditos nacieron en Bangladesh como fórmula para el crecimiento económico, por ser factor clave en el arduo y largo proceso de reducción de la pobreza. Un solo hombre, el premiado con el oro del Nobel de la Paz de 2006[120]

---

(118) En esta línea, LEE, A., «Microfinance and UNCITRAL texts on electronic commerce», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Recent trends in financial inclusión: technological innovation, branchless banking and commercialisation», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011, indicó que los textos de UNCITRAL en materia de comercio electrónico, pueden proporcionar un entorno positivo para las microfinanzas.

(119) Cuestión análoga fue planteada por UNCITRAL en su 43.º período de sesiones, donde se solicitó a la Secretaría que organizara un Coloquio internacional sobre las posibles actuaciones en materia de comercio electrónico, que tuvo lugar en la ciudad de Nueva York en febrero de 2011. Las conclusiones alcanzadas en el citado Coloquio se plasmaron por escrito en la Nota de la Secretaría «Labor actual y posible labor futura en materia de comercio electrónico» (A/CN.9/728, de 21 de marzo de 2011, 16 pp.). En el párrafo 37 de la página 10 de la Nota se dispone «que la adopción de los textos de la CNUDMI sobre las comunicaciones electrónicas facilitaría el establecimiento de un marco legislativo propicio para el comercio móvil, contribuyendo de esa forma a atender a muchas de las preocupaciones conexas» (entre ellas, la microfinanza).

(120) El recorrido por sus galardones es interminable. Además del Premio Nobel de la Paz de 2006 (a él y al *Grameen Bank* que fundó), otorgado en Oslo como reconocimiento a su esfuerzo por combatir la pobreza en Bangladesh, ha recibido cerca de una treintena de doctorados *honoris causa* y casi un centenar de premios nacionales, internacionales y especiales. Léase la enumeración completa en: CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito: su coherencia, logros y futuro», en, FERRER RIQUELME, J.; GINÉS VILAR, M. (ed.), Experiencias *internacionales sobre microfinanzas. Manual del microcrédito*, Publicaciones de la Universidad Jaume I, Castellón de la Plana, 2010, pp. 82-84. El bonito discurso de aceptación del Premio Nobel de la Paz, pronunciado en Oslo, el 10 de diciembre de 2006, se encuentra recogido por escrito en: YUNUS, M., *El banquero de los pobres. Los microcréditos y la batalla*

Muhammad YUNUS, con veintisiete dólares de su bolsillo repartidos entre cuarenta y dos personas, inició en el año 1973 una «revolución silenciosa»(121) para favorecer el desarrollo de su pueblo por medio de la confianza en —y finanzas de— las personas más humildes(122). Deseaba asegurar la tríada de las microfinanzas, el comercio y la erradicación de la pobreza y el hambre. «El dinero es meramente una herramienta que libera los sueños humanos y ayuda incluso a las personas más pobres y más desafortunadas de este Planeta a lograr la dignidad, el respeto y el significado en sus vidas», escribiría, con ilusión, dos décadas más tarde(123).

El sistema de microcrédito que estableció debe ser ahora recordado y aplaudido con entusiasmo por su sencillez y valentía. La agrupación voluntaria, generalmente de mujeres(124), en pequeños grupos de cinco personas (*group lending*) —supervisados por jefes de centro— proveía —y sigue proveyendo—, por sí misma, de suficientes garantías (sin necesidad de garantías personales o reales añadidas) para el acceso a la financiación(125). Quie-

---

contra la pobreza en el mundo, Paidós, Barcelona, 2008, pp. 9-26. Por su parte, el discurso dictado con ocasión de la investidura como doctor *honoris causa* de la Universidad Complutense de Madrid se plasmó en la siguiente publicación: YUNUS, M., *¿Es posible acabar con la pobreza?*, Complutense, Madrid, 2006, pp. 9-47; y el de aceptación del doctorado conjunto *honoris causa* de la Universidad Jaume I, la de Alicante y la de Valencia, el 26 de junio de 2006, en: YUNUS, M., «Crear un mundo sin pobreza», en, FERRER RIQUELME, J.; GINÉS VILAR, M. (ed.), Experiencias *internacionales sobre microfinanzas. Manual del microcrédito*, Publicaciones de la Universidad Jaume I, Castellón de la Plana, 2010, pp. 17-22.

(121) «Microcréditos, la revolución silenciosa», es, precisamente, el título del libro escrito por GARCÍA GARCÍA, A.-C. y LENS ESPINOSA, J. sobre la materia, publicado por la Editorial Debate en junio de 2007 (224 pp.). Sobre la «revolución del microcrédito, véase, asimismo, BORNSTEIN, D., *Cómo cambiar el mundo. Los emprendedores sociales y el poder de las nuevas ideas*, 2.ª ed., Debate, Barcelona, mayo de 2005, p. 35 (también pp. 36, 67).

(122) A él se le atribuye desarrollar el concepto moderno de «microcrédito», pero no idearlo. El pionero en la idea fue el pakistaní Akhter HAMEED KHAN, aun cuando históricamente ya existieran en muy diversas modalidades los créditos de diminuto tamaño. *Vid.* BORNSTEIN, D., *Cómo cambiar*…, *op. cit.*, pp. 174, 405. La evolución del microcrédito asociado al profesor YUNUS, al Banco *Grameen* y a sus prestatarias se relataría con todo lujo de detalles, por él mismo, en: YUNUS, M., *El banquero de los pobres*…, *op. cit.*, pp. 27 y ss.; y por BORNSTEIN, D. en el imprescindible libro: *El precio de un sueño. La aventura de Muhammad Yunus y el Grameen Bank*, Debate, Barcelona, noviembre de 2006, 460 pp.

(123) *Vid.* YUNUS, M., *Banker to the poor*, Public Affairs, 1999.

(124) El desarrollo de este instrumento microfinanciero lo ligó YUNUS mayoritariamente a las mujeres, por considerarlas mejores administradoras y capaces de convertir el dinero prestado en «moneda» para salir de la miseria. *Vid.* CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito…», *op. cit.*, pp. 80-81; YUNUS, M., *El banquero de los pobres*…, *op. cit.*, p. 14; YUNUS, M., *¿Es posible*…, *op. cit.*, p. 39. Como da cuenta la noticia de prensa aparecida en el periódico *El País* el pasado 4 de marzo de 2011, «Un sistema que prima a la mujer», YUNUS «se dio cuenta de que las mujeres no solo eran mucho más fiables a la hora de devolver el dinero, sino que eran infinitamente más responsables en el uso que hacían de él». «Hoy solo el 3% de los que se benefician de los préstamos de *Grameen* son hombres». Asimismo, *vid.*, por todos, ARGANDOÑA, A., «La dimensión ética…», *op. cit.*, p. 8. «Mujer y microcrédito se unen en un único binomio de respeto mutuo y estrecha colaboración». «Mujer y microcrédito han quedado vinculados para siempre», comentaría, como atestiguan las cifras, ABBAD SORT, M., *Microcréditos*…, *op. cit.*, p. 49. Pese a los beneficios mutuos de esta relación entre el microcrédito y la mujer, en determinados países como Sudán o Paquistán está provocando situaciones perversas donde los hombres utilizan a sus esposas como un «medio» a través del cual obtener créditos, que se multiplican en caso de poligamia; según fue objeto de denuncia en el taller: «Las mujeres son útiles para las microfinanzas: ¿cómo podemos hacer que las microfinanzas sean más útiles para las mujeres», celebrado el 15 de noviembre de 2011, en la V Cumbre Mundial del Microcrédito.

(125) Un gráfico explicativo del modelo de préstamo conjunto que ha sido desarrollado durante tres décadas se delinea en el siguiente *link*: <http://www.grameenamerica.com/how-we-work/how-we-work/the-model.html> (última consulta: 7 de julio de 2012).

nes eran rechazados, por insolventes, del mercado formal de financiación eran incluidos en este otro sistema de microfinanciación, a través del enunciado «grupo de responsabilidad compartida» o «grupo de solidaridad»(126). Pese a la denominación de este sistema de grupos, «la responsabilidad de reintegro corresponde al prestatario individual. […] No se da ninguna modalidad de responsabilidad colectiva»(127), según se informa desde el *Grameen Bank* —fundado por el profesor YUNUS en la aldea de Jobra, como proyecto, en 1976 y, como realidad, en 1983(128); y del que en fechas recientes ha sido desalojado (con no poca polémica) de su puesto de director ejecutivo por el Banco Central de Bangladesh(129)—. Se sigue desde allí informando que «el grupo […] supervisa que cada uno se comporte de forma responsable y nadie experimente problemas para la devolución del crédito»(130) y se recalca que «la responsabilidad del grupo […] es la de supervisar que todo el mundo se comporte de una manera responsable y que ninguno tenga problemas con la amortización. No hay ninguna responsabilidad conjunta de los miembros del grupo, estos no están obligados a pagar en nombre de un miembro incumplidor»(131). El propósito último del sistema descrito es romper el círculo vicioso «pobreza-exclusión financiera-pobreza»(132).

---

(126) Como «grupo de solidaridad» lo denomina CHOWDHURY, N. I., en su calidad de *Principal Officer, International Program Department Grameen Bank, Head Office,* Bangladesh. *Vid.* CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito…», *op. cit.*, p. 78.

(127) En información del *Grameen Bank* colgada en el siguiente *link* de su página *web*: <http://www.grameen-info.org/index.php?option=com_content&task=view&id=318&Itemid=168> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(128) En el *Annual Report* 1983 del *Grameen Bank* se exponen los orígenes de este banco: «Grameen Bank Project was born as an action-research Project in Chittagorg University in August, 1976 […]. In September, 1983, Grameen Bank Project was converted into a specialized bank for the poor with a paid-up capital of Tk. 3 crore, and authorized capital of Tk. 10 crore». <http://www.grameen-info.org/dmdocuments/Annual_Report/GB_Annual_Report_1983.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012). Tras un serio reajuste debido a una extendida situación de impagos producida a finales de 1990, el *Grammen Bank* (en traducción literal del bengalí: «Banco de aldea», «Banco rural» o «Banco de los pueblos», más conocido como: «Banco de pobres») original o *Grammen Bank* I tomó la decisión de reconvertirse y transformarse, en una segunda etapa abierta en 2002, en *Grameen Bank* II, como sistema bancario más flexible. Para los pormenores, *vid.*, *ad ex.*, BORNSTEIN, D., *Cómo cambiar…*, *op. cit.*, p. 326; LACALLE CALDERÓN, M. (*et al.*), «El Banco Grameen», *Foro de Microfinanzas*, núm. 8, febrero de 2007, 95 pp.

(129) «El "banquero de los pobres" inicia en Bangladesh su batalla legal» fue el título de la noticia aparecida en la prensa española el 3 de marzo de 2011 (diario *El País*). El subtítulo, el siguiente: «El creador de los microcréditos presenta un escrito en el Tribunal Supremo del país para evitar su destitución». Parte del texto de la noticia, fue este: «YUNUS ha presentado un escrito judicial ante el Tribunal Supremo de Bangladesh contra su destitución, un día después de que el Banco Central de ese país anunciara que sería despedido por superar la edad máxima que estipula la ley para ocupar su cargo. […] El banquero sostiene que existen otros motivos para intentar forzar su dimisión. La primera ministra del Gobierno […] le acusa de haber evadido impuestos». En noviembre de 2010 un documental noruego [«Fanget I Mikrogjeld» o «Caught in Microdebt»], dirigido por el danés HEINEMANN, T. —cuya visión no puede dejar a nadie indiferente— mostraría que, para la evasión de impuestos, el *Grameen Bank* había desviado fondos de una agencia humanitaria noruega por un importe de cien millones de dólares al *Grameen Kalyan*, devueltos después en un 30% ante la presión del país noruego. El 8 de marzo de 2011 aparecía publicada en la prensa (Diario *ABC*) la noticia de que «Un tribunal ratifica la destitución de YUNUS como Presidente de su Banco», aun cuando «recurrirán esta decisión ante el Tribunal Supremo». El 5 de abril de 2011 se dio a conocer que la División de Apelación del Tribunal Supremo había rechazado su apelación contra la orden del Tribunal Superior que confirmó su destitución.

(130) De nuevo, mediante el acceso al siguiente *link*: <http://www.grameen-info.org/index.php?option=com_content&task=view&id=318&Itemid=168> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(131) En palabras textuales de: CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito…», *op. cit.*, pp. 78-79.

(132) La metodología del *Grameen Bank*, que instauró el profesor YUNUS, está basada, precisamente, en el objetivo de romper el círculo vicioso de la pobreza gracias al microcrédito a los más desamparados. Consúltese: <http://www.grameen-info.org/index.php?option=com_content&task=blogsection&id=6&Itemid=169> (última consulta: 7

Las reglas de acceso a los microcréditos mediante la instauración de estos pequeños grupos continúan en vigor en el *Grameen Bank*, un Banco inusual en el que los prestatarios (*rectius*, prestatarias) fueron y son sus socios[133].

Desde su inicio hace tres décadas hasta la actualidad, los microcréditos han ido extendiéndose «como la pólvora»[134]. Pocos lugares del mundo no se están beneficiando de ellos. Las reglas operativas, no obstante, varían entre la vasta gama de IMFs que actúan a lo ancho y largo del mundo. Según se adelantó, la metodología de grupos de prestatarios —en sus heterogéneas submodalidades (bancos de pobres, bancos de aldeas, bancos comunitarios o de la comunidad, cooperativas, asociaciones de ahorro, uniones de crédito y fondos rotatorios)[135]— impera no solo en Asia sino también en América y África. La concesión del microcrédito de manera particularizada o individual para cada proyecto empresarial sin la agrupación de los prestatarios, aunque va abriéndose camino, es allí más inusual; siendo, en cambio, práctica generalizada, no única, en el Continente europeo[136].

2. Las víctimas del oro

El sistema de agrupación de los microprestatarios que se implantó en Bangladesh y, con igual o similar método, ha conseguido dar la vuelta al mundo[137] ha provocado allí

---

de julio de 2012). *Grameen Bank* ofrece la posibilidad de aliviar la pobreza creando un nuevo círculo basado en los siguientes ítems: *acess to capital, financial education, savings, mentoring, credit building*. Al respecto, *vid.* <http://www.grameenamerica.com/how-we-work/how-we-work/the-model.html> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(133) «El *Grameen Bank* es inusual […]. Sus dueños son realmente los prestatarios que, en su calidad de accionistas, eligen nueve de los trece miembros de la junta directiva», comentaría YUNUS, M., entre otros trabajos, en: *Las empresas sociales…*, *op. cit.*, p. 12 (también p. 42). También en: YUNUS, M., *¿Es posible…*, *op. cit.*, p. 20.

(134) Cifras del Estado de la Campaña de la Cumbre del Microcrédito de 2005 aludían a 92,3 millones de clientes de micropréstamos en 2004, de los que 66,6 millones pertenecían a los sectores más empobrecidos de la población. Con los años esas cantidades han ascendido. Según los resultados del Informe del Estado de la Campaña de la Cumbre de microcrédito 2011 (pp. 3-4), 641,1 millones de personas se beneficiaron, directa o indirectamente (por ser familiares), en 2009 de un microcrédito, que fue otorgado a 128,2 millones de clientes.

(135) Una definición de cada una de estas submodalidades se halla, *verbi gratia*, en el concepto que ZABALA, N. ofrece del término «microcréditos» en el *Diccionario de Acción Humanitaria y Cooperación al Desarrollo* del Instituto de Estudios sobre Desarrollo y Cooperación Internacional (HEGOA) de la Universidad del País Vasco, disponible en: <http://www.dicc.hegoa.ehu.es/listar/mostrar/140> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(136) En palabras de GUTIÉRREZ NIETO, B., *La financiación…*, *op. cit.*, pp. 173-174, «la garantía grupal […] resulta bastante difícil de hacerla funcionar en países industrializados, principalmente por las características de la sociedad y la dispersión de los clientes de microcréditos». Aun sin desconocer las dificultades para la traslación, es posible instaurarlo con adaptaciones (reuniones grupales quincenales, en vez de semanales, por ejemplo), tal y como ha sucedido en España a través de un programa de Cajasol (Banca Cívica). En todo caso, las estadísticas confirman que la vasta mayoría de microprestamistas en Europa reciben un préstamo individual, suponiendo únicamente el 4% los préstamos grupales y otro 4% los préstamos que aúnan ambas formas, grupal e individual. *Vid.* EUROPEAN COMMISSION, *Expert Group Report. The regulation of microcredit in Europe*, Bruselas, abril de 2007, p. 16.

(137) El programa *Grameen* se instaló, primero, en Bangladesh, luego en Malasia en 1985, después en Filipinas, más tarde en EE.UU., en particular, en Arkansas, y así fue creciendo hasta llegar a prácticamente todo el mundo. Son cincuenta y dos los países que «cuentan con instituciones que conceden microcréditos con el mismo método del *Grameen* Bank», según constata, con ejemplos representativos, COSTA, M., «*Laudatio* de Muhammad YUNUS. Parte primera: los motivos», en, FERRER RIQUELME, J.; GINÉS VILAR, M. (ed.), Experiencias *internacionales sobre microfinanzas. Manual del microcrédito*, Publicaciones de la Universidad Jaume I, Castellón de la Plana, 2010, p. 39. Del mismo o similar modo, en total, son más de cien países los que cuentan con alguna clase de microcréditos o, en general, algún tipo de servicios microfinancieros. *Vid.* YUNUS, M., *¿Es posible…*, *op. cit.*, p. 46.

algunas situaciones indeseables, que se han multiplicado en la India y, en concreto, en su Estado de Andhra Pradesh. Obviamente, no es el sistema de grupos *per se* el que ha conducido a ellas sino su perversión. Desde el *Grameen Bank* se insiste en que en el modelo de grupos los miembros no actúan bajo la regla civilista de la solidaridad pasiva, que en el ordenamiento interno español se recoge en el artículo 1144 del Código Civil. Como es conocido, al «calor» de la solidaridad, en caso de incumplimiento de uno de los deudores, el acreedor puede dirigirse contra cualquiera de los deudores solidarios o contra todos ellos simultáneamente, sin que la reclamación contra uno impida al acreedor dirigirse contra los demás hasta el cobro total de la deuda. No regiría, pues, en los grupos de microprestatarios la responsabilidad solidaria, ni siquiera en un segundo plano o de modo subsidiario. Los miembros del grupo no hacen frente al crédito del deudor incumplidor, cuando, tras dirigirse contra él, el acreedor no haya visto satisfecho el pago(138). Pero, en cualquier caso, de la devolución individual depende la solvencia crediticia del grupo para poder seguir solicitando y recibiendo microcréditos. Por eso, el grupo supervisa el cumplimiento de todos y cada uno de sus miembros.

El grupo supervisa, pero también presiona. El propio grupo se ve presionado. Varias IMFs han sustituido —o han añadido— la garantía por la presión(139). El sistema descrito ha desembocado algunas veces en Bangladesh y en Méjico y, muchas, en la India, en abusos (e, incluso, delitos) de los empleados de las IMFs, así como de los propios miembros del grupo contra quienes han recibido un microcrédito —*rectius*, una serie encadenada de microcréditos en un círculo vicioso de sobreendeudamiento(140) fuera de orden y control—, cuyo capital e intereses no pueden devolver en los plazos de amortización semanal por múltiples razones personales o profesionales. La fuerte presión ejercida aboca a la humillación y desesperación. Desesperados se encuentran en un «callejón sin salida». La huida es una de las pocas «salidas» que encuentran. Hay otra: la muerte del prestatario hace que la deuda desaparezca para su familia, si hay vinculación del microcrédito con el microseguro de fallecimiento(141). El suicidio es la última «puerta». «SUICIDIOS»: palabra que escribimos en plural, mayúsculas y entre comillas para tenerla presente y hacerla frente.

---

(138) Conforme asegura CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito…», *op. cit.*, p. 79.

(139) *Vid.* ARGANDOÑA, A., «La dimensión ética…», *op. cit.*, p. 11. En esta línea, en el texto escrito por la Secretaría de UNCITRAL en su Nota sobre las microfinanzas para el 44º período de sesiones se puede leer (en pp. 18-19) lo siguiente: «El Banco Mundial indicó que […] las entidades microfinancieras suelen recurrir a sucedáneos de las garantías (por ejemplo en forma de la presión ejercible por otros beneficiarios de microcréditos del mismo sector que no deseen que su propio acceso al microcrédito se vea dificultado por los impagos de oros clientes similares de la microfinanza)».

(140) El impacto que tiene el endeudamiento excesivo tanto en los clientes, en términos de imposibilidad de pago a tiempo, de presión social y de impacto mental y psicológico, como en las IMFs, en términos de riesgo de pérdida de reputación y sostenibilidad, fue detallado por ZAFAR, R. (Director General de *Kashf Foundation* en Pakistán) durante la sesión plenaria «Desafíos y soluciones para el campo: endeudamiento excesivo, salida de clientes, prácticas de cobro sin ética, tasas de interés exorbitantes, alejamiento de la misión, malas estructuras de gobierno y más» de la V Cumbre Mundial del Microcrédito, celebrada en Valladolid el 15 de noviembre de 2011. Para su lectura: SIMANOWITZ, A., «Challenges…», *op. cit.*, pp. 60-61 y 81 y ss., donde se cita que, según el *CSFI Banana Skins Report* de 2011, el sobreendeudamiento ha sido la principal causa de la crisis actual del sistema de microcrédito. Algunas otras anotaciones respecto al sobreendeudamiento derivado de la obtención de *«easy money»* hay en: SINHA, S., «What the World can learn from the Indian microfinance crisis?», *Microfinance Focus*, special edition, 2011, pp. 24-25.

(141) La comercialización del microcrédito con el microseguro de cobertura de fallecimiento se analiza sumariamente, con ejemplos (entre otros, del *Loan Insurance Program* del *Grameen Bank*), en: ALBARRÁN LOZANO, I.;

Los microcréditos nacieron para salvar vidas y están hoy acabando con ellas[142]. ¿Los microcréditos son una amenaza? NO, también en mayúsculas. Siguen siendo la salvación. Continúan siendo la esperanza[143]. No es la figura del microcrédito la que conduce a tan terroríficas consecuencias sino las prácticas abusivas que han ido germinando a su alrededor. No debieran poder acogerse al nombre de «microcréditos» aquellos que se ven envueltos en situaciones y prácticas torticeras sino tan sólo aquellos que sigan la filosofía con la que nacieron: la ayuda a los excluidos[144].

A las tácticas de cobro coercitivo —bajo el esquema grupal reseñado— se suman, en los más recónditos lugares, también en Andhra Pradesh, el sobreendeudamiento sin renegociación y el hecho de que muchos microprestamistas no están siguiendo las reglas básicas por las que debe regirse el sistema financiero. En particular, descuidan la protección del consumidor. La codicia les hace abusar, sin piedad, del desamparo de los más necesitados imponiendo unas tasas de intereses inhumanas[145]. Si los microcréditos nacieron como sustitutos de la usura de los créditos[146] y como forma de combatir la pobreza de los desfavorecidos, en la actualidad demasiadas veces se ven afectados, paradójicamente, por la usura de los microcréditos, viéndose abocados a situaciones lamentables por nadie deseables. Esos tipos de interés, más que usura, son la muerte.

III. LA NECESIDAD DE UNA REGULACIÓN INTERNACIONAL

El Derecho es la «tabla de salvación». Se necesita el soporte de la regulación[147]. La

---

ALONSO GONZÁLEZ, P., «Microseguros…», *op. cit.*, pp. 297 y ss. Léase, asimismo, CHURCHILL, C., «Moving beyond credit life insurance», *Microfinance Focus*, special edition, 2011, pp. 20-21.

(142) «El microcrédito los mata» fue el título de la noticia publicada en el diario *El Mundo* (Suplemento Crónica) el 6 de febrero de 2011. El subtitulo fue: «Se pensó que la pobreza en la India podría erradicarse con pequeños préstamos. La idea recibió un Nobel. Ahora los endeudados se suicidan». ZAHEERA, del Estado de Andhra Pradesh, India, ha sido una de las muchas víctimas del oro del microcrédito. Su vida y muerte están recogidas en el Informe sobre el Estado de la Campaña de la Cumbre de Microcrédito 2011 (p. 2), donde se expone: «Lloramos con el esposo de Zaheera y sus hijos […]. Nos apena profundamente ver que las herramientas y sistemas que hemos apoyado causen daño en lugar de esperanza. […] Exploraremos las maneras de re-enfocar nuestros esfuerzos para asegurar que nuestro trabajo genere liberación, no esclavitud».

(143) «Los microcréditos son esperanza», en las palabras que empleó recientemente el maestro YUNUS en la Ceremonia de apertura de la V Cumbre Mundial del Microcrédito el 14 de noviembre de 2011, en Valladolid. Como «Cumbre de la esperanza» fue «bautizada», en el mismo acto de apertura por VICENTE HERRERA, J., Presidente de la Junta de Castilla y León.

(144) Así lo comentó el maestro YUNUS en la rueda de prensa que concedió a los periodistas españoles el 15 de noviembre de 2011, en Valladolid, con ocasión de la V Cumbre Mundial del Microcrédito. De manera concreta, para la IPO de la IMF mejicana Compartamos, también se vertió este comentario en: YUNUS, M., «An exclusive interview with Dr. Muhammad Yunus», *Microfinance Focus*, special edition, 2011, p. 32.

(145) *Vid.*, *ad ex.*, KAZMIN, A., «Microlenders in India appeal for crisis funding», *Financial Times*, 16 de noviembre de 2010, p. 7.

(146) El profesor YUNUS habitualmente cuenta en sus discursos o en sus publicaciones cómo su idea de concesión de microcréditos, que luego sería el germen del Banco *Grameen*, comenzó al ver cómo el interés de los préstamos que recibían las mujeres de los prestamistas-comerciantes era muy elevado: el 10% a la semana. Entre todos, *vid.*, *ad ex.*, YUNUS, M., *Las empresas sociales*…, *op. cit.*, p. 10.

(147) En torno a la definición jurídica, económica y sociológica del término «regulación», conviene la siguiente lectura: CUENCA MIRANDA, J. M., «Autorregulación y mercados financieros», *ICE. Sistema Financiero: novedades y tendencias*, núm. 801, agosto-septiembre 2002, pp. 123 y ss. Por su parte, YUNUS, M., «Enfocado para los más vul-

autorregulación no es suficiente, no está siendo efectiva[148]. Regulaciones al respecto hay no en todos los países, pero sí en muchos países; casi nunca generales, aunque algunas veces abarcando, objetiva y subjetivamente, el sector en su conjunto[149]. Aun así, siguen produciéndose malas prácticas; aun así, seguimos insistiendo en que la solución (no la única) es una apropiada regulación.

1. Una regulación internacional sobre las bases del Derecho del mercado financiero

La normativa específica que desde estas líneas se reclama debiera cumplir cada una de las bases que rigen el Derecho del mercado financiero, esto es, la transparencia, la protección del cliente-prestatario, la no discriminación, la accesibilidad de las finanzas, pagos a corto, medio y largo plazo, unos tipos de interés razonables[150] (y nos atrevemos a proponer que no sólo bajos sino, incluso, mínimos) y ética, sobre todo, mucha ética profesional y financiera[151]. El sustento ha de ser el principio de finanzas responsables[152]. El

---

nerables», *Miradas al Exterior. Revista de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación*, núm. 19, julio-septiembre 2011, p. 13, incidió en que «se hace especialmente necesaria la creación de un marco legal para apoyar las microfinanzas». Asimismo, «un entorno jurídico y reglamentario propicio es importante para el desarrollo de la industria de las microfinanzas y su integración en el sector financiero global», según comentó, con precisión desde el *Grammen Bank*, CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito…», *op. cit.*, p. 91. En esta dirección, el profesor YUNUS, M. y el Presidente de la Comisión Europea BARROSO, J. M. llegaron al acuerdo de que era urgente introducir una apropiada normativa en Europa en este terreno. A tal fin, colaboran una veintena de despachos de abogados para analizar los obstáculos normativos que impiden un óptimo desenvolvimiento de las microfinanzas en los veintisiete Estados miembros, tal y como se indica en: AHMED, Z., «Editorial. The context of Global Microcredit Summit 2011», *The Journal of Social Business*, vol. 1, núm. 3, octubre 2011, p. 6.

(148) Acerca del término «autorregulación», *vid.* CUENCA MIRANDA, J. M., «Autorregulación…», *op. cit.*, pp. 123 y ss. Sobre los problemas de efectividad de la autorregulación en este terreno de la microfinanciación, léase: SIMANOWITZ, A., «Challenges…», *op. cit.*, pp. 94 y ss.

(149) Las regulaciones, generales o específicas, que, de modo total o parcial, afectan a las microfinanzas se citan por países en: ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, *Microscopio*…, *op. cit.*, 69 pp. Por lo que respecta a la geografía europea, en Francia (*article L511-6 Code monétaire et financier modifié par Loi núm. 2001-420, du 15 mai 2001, relative aux nouvelles régulations économiques* y *Loi núm. 2008-776, du 4 de août 2008, de modernisation de l´économie*), Italia (*articolo 111 y 113 Testo Unico Bancario*, modificado por *Decreto Legislativo núm. 141, 13 agosto 2010*), Hungría (*section 2. 1 h Act CXII/1996 on credit institutions and financial enterprises*) y Rumanía (*Microcredit Companies Law núm. 240/2005* y *Non-Bank Financial Companies Law núm. 93/2009*) las microfinanzas han encontrado acogida en sus respectivos ordenamientos jurídicos. Para más detalle sobre legislaciones nacionales en el terreno que nos ocupa, léanse *infra* las notas a pie de página núm. 156 y 157.

(150) Grábense en la memoria estas palabras del profesor KOZOLCHYK, B., «El crédito comercial…», *op. cit.*, p. 6: «Es posible que la pobreza nunca pueda ser erradicada completamente, pero de lo que no debe caber duda es de que la pobreza sí puede disminuir de manera significativa mediante la utilización de herramientas jurídicas y económicas que hagan posible la obtención de crédito comercial y de consumo a tasas de interés razonables para la micro, pequeña y mediana empresa».

(151) Así lo manifesté, como Delegada de España, en el turno de preguntas abierto en el debate que hubo en: *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Legal and regulatory aspects of microfinance», UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011. Por otro lado, ha de hacerse constar que los miembros de la Red Europea de Microfinanzas suscriben un Código de Conducta (en la versión actualizada de 23 de junio de 2010) basado en los principales principios enunciados en el texto principal, fundamentalmente, la protección del cliente. *Vid.* <http://www.european-microfinance.org/code-de-conduite_en.php> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(152) Abogando por unas microfinanzas responsables el 3 de mayo de 2011 se firmó y lanzó en París, en el marco del *4.º Annual Convergences 2015 Forum*, el *«Paris Appeal for Responsible Microfinance»* (<http://www.appel-deparis.org> [última consulta: 7 de julio de 2012]).

acento de la normativa tendría que ponerse en la solidaridad, tolerancia y protección del cliente, prohibiendo prácticas abusivas y garantizando la privacidad de sus datos personales; en la claridad para el cliente y el inversor, en términos de transparencia de productos, condiciones o precios; en la eficaz y transparente gestión y rendición de cuentas por parte de las IMFs; así como en el fomento de la resolución extrajudicial de las eventuales controversias(153). Las finanzas a escala micro han de poder desenvolverse dentro de un óptimo entorno regulador que propicie, del lado de la clientela, un idéntico nivel de protección con el fin de obtener un clima de confianza (*«same business, same risks, same rules»*)(154) y, del lado de las IMF, un sistema jurídico y económico apoyado en la libre y leal competencia. Sobre las bases enunciadas habría que intentar alcanzar un diálogo fluido entre reguladores, supervisores y operadores. Normas demasiado restrictivas podrían conducir a la represión del sector, mientras que normas demasiado permisivas desembocarían en la explotación de los desfavorecidos(155). La clave es hallar un fino equilibro con el objetivo último de alcanzar y mantener buenas prácticas microfinancieras tanto en el ámbito interno como en el internacional.

Por suponer estabilidad y seguridad jurídica, alabamos la aprobación de legislaciones internas en el terreno que nos ocupa (cuando las hay; no hay en España, aunque se trabaja desde el Foro de Microfinanzas en un borrador de propuesta)(156), pero reprochamos que suelan caracterizarse, salvo excepciones, por su dispersión; no siendo habitual regular las microfinanzas como un todo integrado(157). Amén de la dispersión, la divergencia entre las

---

(153) El Banco Interamericano de Desarrollo (IDB, en su acrónimo en inglés) elaboró, a finales de 2010, un documento para la articulación de una legislación general en materia de microfinanzas en Latinoamérica con las siguientes orientaciones o directrices: transparencia y claridad, protección de los consumidores y resolución de conflictos, además de un sistema de contabilidad unificado. *Vid.* NAVAJAS, S., «Effective regulation and supervision of microfinance operations», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Legal and regulatory aspects of microfinance», UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011.

(154) *Vid.* LEFEVRE, A-F., «The overall policy context for enabling inclusive finance», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «The overall policy for enabling inclusive finance», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011. El WSBI (*World Savings Banks Institute*) fomenta el desarrollo de un marco regulador proclive al acceso a la microfinanciación apoyado en el principio de «mismo negocio, mismo riesgo, mismas reglas». Para una información más en detalle, conviene consultar: <http://www.wsbi.org/uploadedFiles/Publications_and_Research_(ESBG_only)/Executive%20summary%20perspectives%2059%20SP%20print.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(155) *Vid.* CLIFFORD CHANCE, «Key issues in microfinance legislation and regulation», *Client Briefing*, noviembre 2011, p. 4.

(156) El hecho de que no exista en España un marco legal específico sobre las microfinanzas que permita operar en este terreno a entidades no crediticias se identificó como una debilidad en: DURÁN NAVARRO, J. (coord.), «Conclusiones…», *op. cit.*, p. 34. Precisamente, la ausencia de normativa particular en este campo fue un acicate para que representantes de más de un centenar de las organizaciones que se dedican, de un modo u otro, a desempeñar algún tipo de actividad relacionada con las microfinanzas en España (Cajas de Ahorro, Ministerios, ayuntamientos, asociaciones de inmigrantes y mujeres, Universidades, consultorías e instituciones públicas como la Fundación del Instituto de Crédito Oficial) constituyeran en febrero de 2011 —gracias al Primer Encuentro Nacional de Microfinanzas en España que, bajo la coordinación del Foro NANTIK LUM de Microfinanzas, tuvo lugar en septiembre de 2010— el «Grupo de Trabajo de Legislación Microfinanciera Española» para avanzar en la elaboración de un borrador de propuesta normativa al respecto (con estos cinco ámbitos: objetivo; subjetivo; requisitos técnicos, contables y administrativos; incentivos; y órgano supervisor) que, tras el II Encuentro Nacional de Microfinanzas, celebrado del 18 al 20 de abril de 2012, se intentará elevar a los distintos grupos parlamentarios. Un resumen de esta interesante propuesta legislativa se recoge en: LACALLE, M.; RICO, S., «Microfinanzas en España…», *op. cit.*, pp. 30-32.

(157) Una de las excepciones al marco regulatorio disperso la representa Kenia con la *Microfinance Act 1996* (publicada el 2 de enero de 2007 y con efectos desde el 2 de mayo de 2008), que proporciona un marco legal global para

legislaciones internas que están promulgándose en los últimos años conduce a una indeseable fragmentación que merma la potencialidad de este instrumento como mecanismo favorecedor de la cohesión global económico-social. Las normativas nacionales precisarían estar coordinadas en la medida de lo posible, en el sentido de tener un mínimo común denominador, con el objetivo de alentar las transacciones más allá de los confines regionales o nacionales. Por ello, echamos en falta una regulación armonizada en la esfera internacional, esto es, un «micro-Derecho» —en expresión que traslada al ámbito jurídico el conocido vocablo económico «micro-Economía»— internacional. A nuestro modo de ver, sería necesario embarcarse en la tarea de elaborar una regulación internacional específica para este terreno que pudiera servir como guía o modelo para las legislaciones internas(158). Esa eventual normativa internacional podría ayudar, también y por ejemplo, a los países de la Unión Europea a cumplir el primer apartado de la «Iniciativa europea para el desarrollo del microcrédito en apoyo del crecimiento y del empleo» cuando se insta a los Estados miembros a «mejorar [o, en su caso, crear] el entorno legal e institucional» «que permita el desarrollo de las IMFs», adaptando los mecanismos de «control y supervisión a las especifidades de la microfinanza».

UNCITRAL bien podría asumir, en estrecha colaboración con otros organismos internacionales competentes, un papel central en esta difícil e importante tarea. Su función aquí sería incuestionable. Es el órgano jurídico central en el área del comercio internacional y, por ende, el órgano internacional legitimado para preparar un texto legislativo consensuado en este campo(159). Sin perjuicio de la conveniencia de la aprobación de una guía legislativa o una recomendación, quizás lo más efectivo fuese la «confección» en su seno de una ley modelo, que pudiera servir como ejemplo para aquellos legisladores nacionales que iniciasen su labor en este ámbito o para aquellos otros que la retomaran

---

las entidades que, aceptando depósitos, conceden microcréditos. También Filipinas tiene una normativa, dictada en al año 2000, apta para el conjunto de la actividad de la microfinanciación; al igual que Rumanía con la citada *Microcredit Companies Law* núm. 240/2005. Por su parte, Ghana ofrece, desde julio de 2011, una regulación para el sector microfinanciero, incluyendo, incluso, a las IMFs semi-formales o informales que antes estaban fuera del marco regulatorio. *Vid.* CLIFFORD CHANCE, «Key issues…», *op. cit.*, p. 1. Publicadas ya o aún en preparación, abundan, sin embargo, en los Estados que abordan las microfinanzas desde una óptica parcial. Es el caso, entre otros, de la República Dominicana donde, sin un marco regulatorio específico, se ha promulgado mediante Decreto 284-12 el Reglamento general de aplicación de la Ley 488-08, de 19 de diciembre de 2008, que afecta a la institución pública PROMIPYME, que destina microcréditos a las microempresas. *Vid. supra* nota a pie de página núm. 149.

(158) El Vicepresidente de la REM, MOLENAAR, K., se pronunció, en cambio, en contra de una eventual legislación internacional (así como cualesquiera nacionales) en materia de microfinanzas en la conferencia inaugural que impartió, bajo el título: «La importancia de la nueva legislación microfinanciera española para Europa», en el *II Encuentro Nacional de Microfinanzas: «La nueva legislación microfinanciera española»*, organizado por el Foro de Microfinanzas, el 18 de abril de 2012, en Madrid.

(159) UNCITRAL es consciente de su legitimación «para preparar unas directrices pragmáticas al servicio de una reglamentación de la microfinanza», según el párrafo 63 (p. 18) de la Nota de la Secretaría dictada para su 43.º período de sesiones. En esta dirección, en el párrafo 54 (p. 19) de la Nota elaborada para el 44.º período puede leerse: «Los modelos legislativos ya preparados por la CNUDMI [son] instrumentos idóneos para estructurar sólidamente un marco legal y reglamentario que responda a las necesidades de la microfinanza». […] «Tal vez la Comisión desee estudiar la procedencia de que la CNUDMI prepare alguna norma» en este terreno. La Sección Internacional de la *New York State Bar Association* (NYSBA), en las observaciones que envió el 30 de abril de 2012 a la Secretaría de UNCITRAL, enfatizó que «las cuestiones jurídicas y reglamentarias relativas a la microfinanza ya pueden ser objeto de examen por la CNUDMI» (p. 2).

o reconsideraran[160]. De modo inmediato, surgen dudas relacionadas con la búsqueda y determinación de los principales aspectos jurídicos que habrían de tomarse en consideración en la regulación internacional que se desea en esta materia. El deseo es nuestro. ¿Sólo nuestro? La posible exploración de los elementos legales esenciales fue fomentada por la propia UNCITRAL en su 42.º período de sesiones[161] —siendo objeto de recordatorio y matices en su siguiente período[162]—, atendiendo a la necesidad de resolver la problemática que la microfinanciación presenta a escala internacional. A mayor abundamiento, la Secretaría de UNCITRAL —tras las deliberaciones producidas en el coloquio internacional sobre microfinanzas que organizó en enero de 2011— hizo pública, el 1 de abril de 2011, una Nota con las «cuestiones de orden legislativo y reglamentario suscitadas por la microfinanza»[163]. Esta Nota, a modo de informe, estableció planteamientos y recomendaciones para una eventual actuación legislativa futura que sirvió de base para el período de sesiones número 44. Allí se convino en incluir a las microfinanzas entre los posibles temas de una labor futura de UNCITRAL. Mientras tanto, la Secretaría fue analizando cada uno de los marcos legislativos que los distintos Estados han ido adoptando, en su caso, sobre el particular para averiguar cuáles son los obstáculos surgidos al respecto[164]. Tras ese análisis pormenorizado, los países miembros tuvieron a su disposición una nueva Nota de la Secretaría donde se determinaron los préstamos garantizados, los mecanismos de solución de controversias y el dinero electrónico como «algunas cuestiones de orden legislativo que repercuten en la microfinanza». Con la invitación a organizar otra serie de coloquios

---

(160) Entre las observaciones de NYSBA, citadas *supra* en la nota a pie de página anterior, se comenta: «En vista del aumento de las actividades de microfinanza en todo el mundo, si la Comisión [CNUDMI] elaborara una ley modelo o guía legislativa, daría una valiosa orientación a las economías en desarrollo» (p. 4).

(161) Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional. 42.º período de sesiones (29 de junio a 17 de julio de 2009). Asamblea General, Documentos Oficiales. Sexagésimo cuarto período de sesiones. Suplemento núm. 17 (A/64/17, pp. 101-102).

(162) Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional. 43.º período de sesiones (21 de junio a 9 de julio de 2009). Asamblea General, Documentos Oficiales. Sexagésimo quinto período de sesiones. Suplemento núm. 17 (A/65/17, pp. 61-62). De forma previa al comienzo de las reuniones del 43.º período de sesiones, se presentó una Nota de la Secretaría titulada «La microfinanza y el desarrollo económico internacional», de 29 de abril de 2010 (A/CN.9/698, 18 pp.) que «facilita una visión general de un marco legal y reglamentario adecuado para la microfinanza» (p. 4).

(163) La Nota a la que se alude en el texto principal vio la luz en abril de 2011 (A/CN.9/727, de 1 de abril de 2011, 20 pp.), conforme había sido anunciado en el párrafo 280 (p. 62) del Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional en su 43.º período de sesiones —y recordado por el Sr. Timothy LEMAY, *Principal Legal Officer* de UNCITRAL, en el turno de conclusiones («What are the appropiate legislative and regulatory issues for consideration by UNCITRAL») con que puso cierre al *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance,* Viena: UNCITRAL, 13 de enero de 2011—. Dicha Nota hizo hincapié en la necesidad de valorar los costes y beneficios que supondría una actividad regulatoria en este campo. Su índice consta de un apartado I con la introducción, un segundo apartado sobre las iniciativas políticas, jurídicas y reglamentarias de inclusión financiera, un tercer apartado con las cuestiones legales y reglamentarias de la microfinanza, y un cuarto y último con las observaciones finales.

(164) El punto núm. 11 del Programa provisional con anotaciones y calendario de reuniones del 44.º período de sesiones (A/CN.9/711, de 6 de abril de 2011, p. 9, párrafos 25 a 28) avanzaba, como tema a tratar, la posible labor futura en el ámbito de la microfinanza. En el informe final relativo a dicho 44.º período de sesiones (A/66/17) (Asamblea General, 66 sesión, suplemento núm. 17) se incluyó, en efecto, a las microfinanzas dentro del temario de una eventual labor futura de UNCITRAL, al tiempo que se propuso seguir examinando tal cuestión en el siguiente período de sesiones (pp. 50-53), tal y como se ha hecho durante el 45.º período de sesiones, de 25 de junio a 6 de julio de 2012 y previsiblemente se hará en el siguiente, al no haberse adoptado una decisión definitiva al respecto.

focalizados en las microfinanzas y el acceso al crédito para microempresas y PYMES, en el último período de sesiones (el n.º 45) no se ha ultimado una decisión definitiva. Quizás llegue en el próximo julio de 2013. Quedamos a la espera con esperanza.

La esperada labor futura en este terreno de este organismo internacional creemos que produciría, sin duda, la expansión de los microcréditos, microseguros y otros microservicios financieros allende las fronteras territoriales. Para ello, habría que establecer y consolidar un marco normativo sólido, coherente, sencillo y flexible. En suma, una reglamentación y supervisión proporcionada que proporcionase armonía entre los riesgos, los costes y los beneficios. En ella habría que hacer hincapié en la denominada «reglamentación no prudencial» (sustentada en la protección del prestatario)(165), sin desconocer, pero sin atender de manera particularizada a la «reglamentación prudencial» (preocupada por la seguridad y «salud» financiera del prestamista), por haber sido abordada con rigor en los *Core Principles* del Comité de Basilea, de agosto de 2010(166). La «espina dorsal» que habría de recorrer todo el sistema legislativo adoptable lo formarían la transparencia, el respeto y la prudencia, en suma, la protección del cliente. Son las bases en las que se han apoyado el SPTF, el *Microfinance Transparency*(167), los PIFF (*Principles for Investors in Inclusive Finance*)(168) o el Código Europeo de Buena Conducta para el microcrédito(169). También, y sobre todo, la *Smart Campaign* para elaborar sus siete *Client Protection Principles* (CPPs), adoptados en junio de 2011(170): apropiado diseño de productos y canales de distribución; prevención del sobreendeudamiento; transparencia; determinación responsable de precios, términos y condiciones; justo y respetuoso trato del cliente; privaci-

---

(165) La determinación y diferenciación entre la regulación prudencial y la no prudencial se delineó en: CLIFFORD CHANCE, «Key issues…», *op. cit.*, pp. 1-2. Además, ocupó la atención de LYMAN, T., «Recommendations…», *op. cit.* Una adecuada descripción de ambos conceptos se redactó en la Nota de la Secretaría «La microfinanza y el desarrollo económico internacional» preparada para el 43.º período de sesiones de UNCITRAL: «La reglamentación prudencial tiene por objeto proteger al sistema financiero en su conjunto, así como la seguridad de los fondos depositados en toda institución financiera». Por su parte, «la denominada "reglamentación no prudencial" [se ocupa] de regular las prácticas de gestión financiera, en particular […] la protección del consumidor» (párrafos 12 y 13, p. 6). Dicha conceptualización se apoya en este documento: UNITED NATIONS, *Building inclusive financial sectors for development*, mayo 2006, p. 120 (E.06.IIA.3). También la reseñada Nota de la Secretaría se encarga (en su p. 5) de definir y distinguir la regulación prudencial de la no prudencial en términos similares. En ella, además, se hace alusión (p. 8) a los principios de la reglamentación prudencial y no prudencial elaborados por CGAP en sus directrices *«Microfinance Consensus Guidelines»* sobre los *«Guiding Principles on Regulation and Supervision of Microfinance»*.

(166) Aludimos en el texto principal al *Basel Committee Report «Microfinance activities and the Core Principles for Effective Banking Supervision»*. *Vid.* <http://www.bis.org/publ/bcbs129.htm> (última consulta: 7 de julio de 2012). *Vid.* CLIFFORD CHANCE, «Key issues…», *op. cit.*, pp. 1-2.

(167) *Vid.* <http://www.mftransparency.org> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(168) Acerca de los PIIF, en el marco de los *United Nations Principles for Responsible Investment* (UNPRI), obsérvense unas breves anotaciones en: CGAP, «Responsible finance: putting principles to work», *CGAP Focus Note*, núm. 73, septiembre de 2011, p. 13.

(169) El Código Europeo de Buena Conducta para el microcrédito que ha promovido la Comisión Europea se divide en cinco secciones en las que se destaca un justo y transparente proceso de préstamo, la prohibición de sobreendeudamiento y la transparencia y protección del cliente.

(170) ROZAS, D., *Implementing Client Protection in Microfinance. The State of the Practice, 2011. A Report from the Smart Campaign*, noviembre de 2011, 48 pp., disponible en: <http://centerforfinancialinclusionblog.files.wordpress.com/2011/11/111116_smart-campaign_implementing-client-protection-principles-in-mf-state-of-the-practice-2011_final.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012). El Código de Conducta de la *Smart Campaign* ha sido, hasta la fecha, firmado por más de dos mil trescientos operadores de microfinanzas.

dad en el tratamiento de datos personales; y mecanismos para una adecuada solución de las quejas. Éstas son las bases mínimas (que convendría ampliar para pasar de mínimos a máximos) sobre las que interesaría normar en el plano internacional si se abordara el ámbito objetivo y subjetivo, así como, en específico, los temas de las garantías y contragarantías, las microfinanzas electrónicas, los mecanismos extrajudiciales de resolución de conflictos, la actuación por medio de organismos o entidades de defensa de la clientela, la lucha contra las prácticas financieras abusivas y, en su caso, la fijación de cortapisas a las elevadas tasas de intereses.

2. ¿Una limitación legal a los altos tipos de interés de los microcréditos?

La regulación en defensa del microprestatario enlaza con la necesidad anunciada de poner coto a los abusos cometidos a través de la concesión de microcréditos con tipos de interés desorbitados, que, a veces, se acercan o, incluso, superan el 100% anual en territorios de Asia, África o Centroamérica(171). Los altos —*rectius*, altísimos— intereses de los microcréditos a los que, en ocasiones, se han venido enfrentando las poblaciones más desfavorecidas y excluidas del sistema financiero formal u oficial no hacen sino empeorar su ya deplorable situación y *status*. Si el lado del «espejo» desde el que se mira no es el de los más desamparados sino el de las IMFs, que corren no pocos riesgos y costes para ampararlos, las reticencias que pudiera acarrear la eventual fijación legal de tipos de interés máximos son perfectamente entendibles. Corren riesgos por las posibles pérdidas, parciales o totales, derivadas del incumplimiento del pago del nominal o de los intereses del préstamo; a lo que se añaden, entre otros, los costes operativos y de administración, la cobertura de la tasa de inflación, que resulta elevada en muchos países en desarrollo, así como la falta de economías de escala provocada por el número de clientes y la ínfima cuantía de este tipo de créditos(172). El mercado determina libremente las tasas de interés.

---

(171) YUNUS, M., *Las empresas sociales*, *op. cit.*, p. 42, da cumplida cuenta de ello: «Algunas compañías lucrativas en el mundo del microcrédito han llegado a tener mucho éxito financiero cargando índices de interés mucho más altos [que los que el *Grameen Bank* aplica del 20%], a veces por encima del 80% e incluso del 100% al año». Por ejemplo, en Méjico la ratio media ponderada para 2008 se acercó a tal porcentaje, con unas tasas del 82,2% para los microcréditos, frente al 25,8% de los créditos bancarios. *Vid.* ARGANDOÑA, A., «La dimensión ética…», *op. cit.*, p. 16; ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, *Microscopio*…, *op. cit.*, p. 18. Según el documental televisivo sobre los microcréditos dirigido por HEINEMANN, T. —del que dimos cuenta *supra* en la nota a pie de página núm. 129—, en Lapo (Nigeria) se cargan tipos superiores al 100%, si bien, en general, para los créditos comerciales esas tasas se duplican.

(172) Léase, de modo amplio, ARGANDOÑA, A., «La dimensión ética…», *op. cit.*, pp. 16-17; VEREDA DEL ABRIL, A., *Microcréditos*…, *op. cit.*, pp. 126, 130, 134-135. Por los aludidos riesgos de impago de los microcréditos —aparte de la noticia que se comentará *infra* en la nota a pie de página núm. 189 y su correspondiente texto principal, acerca de la reciente práctica generalizada de no devolución de los préstamos en la zona india de Andhra Pradesh, donde la ratio de pago a la mayor entidad microcrediticia de la India, *SMS Microfinance* (recientemente bursatilizada), ha sido de tan sólo el 10% en el primer trimestre de 2011 (*vid.* BAJAK, V., «El microcrédito…», *op. cit.*, p. 6)— traemos aquí a colación el denominado «Movimiento No Pago» (o Movimiento de Productores y Comerciantes del Norte), surgido en la región de Jalapa, Nueva Segovia, en Nicaragua, en marzo de 2008, y extendido más tarde al centro del país y a la región del Pacífico. En protesta contra el embargo de sus propiedades, este Movimiento popular se negó al pago sistemático de sus deudas, solicitando a la Asociación Nicaragüense de Instituciones de Microfinanzas (Asomif) una moratoria o congelación de los pagos, una reestructuración de los créditos a largo plazo, años de gracia, la anulación de los intereses moratorios y unos tipos de interés más bajos (que pudieran encuadrarse entre el 8 y el 12%). En respuesta, Asomif y Asobanp (Asociación de Bancos Privados) decidieron, en septiembre de 2009, suspender su actividad microcrediticia en siete municipios de las zonas del norte y centro del país. Para zanjar esta complicada situación, la

Pero, ¿puede hacerlo aquí sin ninguna cortapisa legal? Por poner el ejemplo español, el art. 315 del Código de Comercio dispone que «podrá pactarse el interés del préstamo, sin tasa ni limitación de ninguna especie»; y, en concordancia con ello, asume la plena libertad de pacto la nueva Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios(173), por la que se deroga —con efectos a 29 de abril de 2012— la Orden de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito(174), que ya acogía esa libre autonomía de la voluntad. No obstante, consideramos que quizás habría que cuestionar tal libertad absoluta de tasas, por el grave peligro de injusticia social que acarrea, cuando los mercados no son competitivos sino monopolísticos, como sucede, entre otros territorios, en Méjico(175).

Aun en mercados competitivos, los intereses no deben ser usurarios. No es necesario ni aconsejable instaurar topes máximos cuantitativos cuando se encuentra vigente y plenamente aplicable una normativa represora de la usura. Naturalmente, no nos referimos a la usura en los términos en los que la «aborrecía» ARISTÓTELES, por el simple hecho de que el dinero prestado llevara aparejado interés. «El interés multiplica el dinero mismo», «por tanto, de todas las formas de procurarse recursos esta es la más contraria a la naturaleza», fueron sus drásticas palabras(176). Entendemos la usura como la entiende la Ley española de 23 de julio de 1908, de represión de la usura(177), más conocida como «Ley Azcárate». Con más de un siglo a sus «espaldas», esta normativa combate, sancionándolo con nulidad, «todo contrato de préstamo en que se estipule un interés notablemente superior al normal del dinero y manifiestamente desproporcionado con las circunstancias del

---

Asamblea Nacional de Nicaragua aprobó una Ley de moratoria: Ley núm. 716, especial para el establecimiento de condiciones básicas y de garantías para la renegociación de adeudos entre las instituciones microfinancieras y deudores en mora; publicada en *La Gaceta, Diario Oficial*, de 13 de abril 2010, número 67. De su texto destaca la posibilidad de reestructuración en los términos del artículo 3, la aplicación de una tasa de interés máxima para esta reestructuración del 16% anual (art. 4), la no necesidad de prestar garantías añadidas (art. 5) y la suspensión por un período de ciento veinte días de los juicios promovidos por las instituciones microfinancieras (art. 6).

(173) BOE núm. 261, de 29 de octubre de 2011, pp. 113242-113283 (RCL 2011,17015). *Vid.* MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A., «Orden EHA/2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicios financieros», *RDBB*, núm. 125, octubre-diciembre de 2011.

(174) BOE núm. 303, de 19 de diciembre de 1989, pp. 39289-39292 (RCL 1989, 29754). *Vid.*, *ad ex.*, ILLESCAS ORTIZ, R., «Los contratos bancarios: reglas de información, documentación y ejecución», *RDBB*, año 9, núm. 34, 1989, pp. 261-292.

(175) En ARGANDOÑA, A., «La dimensión ética…», *op. cit.*, p. 19 —citando a: HUDON, M., «Fair interest rates when lending to the poor: are fair prices derived from basic principles of justice», Solvay Business School, Université Libre de Bruxelles, working paper 06/015, 2006— se dispone, a este respecto, que: «en el mercado de microcrédito, la competencia suele ser limitada, de modo que el tipo de interés que se establece estará, probablemente, por encima del mínimo […], de acuerdo con el poder de negociación relativo de ambas partes —y como el poder de los demandantes será pequeño si el mercado es poco competitivo, es probable que el tipo resultante se acerque al tipo máximo—. En ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, *Microscopio*…, *op. cit.*, p. 18, se dan ejemplos de países (Argentina, Méjico y Panamá) en los que los tipos de interés de los microcréditos se han ido incrementando paulatinamente por la falta de competencia entre las IMFs.

(176) *Vid.* ARISTÓTELES, *Política*, Libro I, Capítulo X, Istmo, Madrid, 2005, p. 117 (en traducción de GARCÍA FERNÁNDEZ, E.).

(177) *Gaceta de Madrid* 206/1908, de 24 de julio de 1908. Sus artículos 2, 8, 12 y 13 fueron derogados por la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (BOE núm. 7, de 8 de enero de 2000, pp. 575-728 [RCL 2000, 323]).

caso o en condiciones tales que resulte aquel leonino, habiendo motivos para estimar que ha sido aceptado por el prestatario a causa de su situación angustiosa, de su inexperiencia o de lo limitado de sus facultades mentales»(178). Aun con un precepto impreciso, es la base jurídica en la que se apoya la ambivalente e, incluso, contradictoria jurisprudencia para castigar aquellos préstamos con intereses desproporcionados o aquellos otros leoninos(179). El contrato de préstamo bancario es siempre retribuido en el Estado español. Para la entidad de crédito, el beneficio económico de la operación procede del percibo de los intereses que representan el precio de los recursos que son prestados al cliente. La retribución, no obstante, tiene aquel límite de la usura.

Pero, allá donde no exista una limitación legal frente a la usura o, aun existiendo, no se conozcan métodos judiciales a bajo coste o extrajudiciales eficaces para hacerla frente, sería conveniente instaurar algún otro veto jurídico a la fijación de intereses tan desproporcionados. «Los tipos de interés no deberían ir […] más allá de la suma del coste de la financiación y los gastos de tramitación», aconsejó el profesor YUNUS(180). «Interest rates on microloans should make risk-adjusted, cost-covering lending to businesses possible», declaró el Informe del Grupo de Expertos «The regulation of microcredit in Europe» de la Comisión Europea(181). ¿Podrían definirse franjas de tipos de interés justas y equitativas que cubrieran los costes para permitir la sostenibilidad?, ¿qué significaría, en este contexto, el «justo precio»?

Una de las recomendaciones del Informe del Grupo de Expertos que acaba de ser citado fue la eliminación de techos de interés demasiado bajos(182). Con la aprobación de la *Loi núm. 2005-882, en faveur des petites et moyennes entreprises*, en Francia se suprimieron —para permitir a instituciones como ADIE (*Association pour le Droit a l'Iniciative Economique*) una mejor cobertura de sus costes— los topes a los intereses, en línea con el Banco Interamericano de Desarrollo, la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas y la propia Comisión Europea, que abogó por su supresión también en la «Iniciativa Europea para el desarrollo del microcrédito en apoyo del crecimiento y del empleo». Techos máximos (a veces, dotados de rigidez) a los tipos de interés de los microcréditos son, en cambio, aplicables, por ejemplo, en Túnez, Marruecos, Colombia o Brasil (para

(178) En la literalidad del primer párrafo de su artículo 1.

(179) A falta de una especificación legal de lo que haya de entenderse por «interés notablemente superior al normal del dinero», tanto el Tribunal Supremo como las distintas Audiencias Provinciales han ido atendiendo a las circunstancias producidas en cada caso y momento, dictado sentencias un tanto dispares. Un listado no taxativo del abundante número de sentencias del Tribunal Supremo en la materia sería este: STS de 12 de junio de 1912 (considera un interés del 11% anual como cláusula penal), 8 de febrero de 1913 (lícito un 12% anual), 13 de noviembre de 1916 (usurario un 12% anual), 30 de enero de 1917 (usurario un 5% mensual), 18 de junio de 1945 (usurario un 12% anual), 19 de octubre de 1948 (usurario un 10% anual), 3 de julio de 1959 (correcto un 12% anual), 26 de noviembre de 1959 (lícito y exigible un 12% anual), 25 de enero de 1984 (no usurario un 12,50% anual) o 7 de mayo de 2002 (usurario un 29% anual). Por su parte, de las Audiencias Provinciales destacamos la sentencia de la Audiencia Provincial de Cádiz de 25 de enero de 1994, que tildó de usurario un TAE del 31,24%, o la de la Audiencia Provincial de Navarra de 17 de septiembre de 1999, que hizo lo mismo con un TAE del 32,533%.

(180) *Vid.* YUNUS, M., *Las empresas sociales*…, *op. cit.*, p. 42. Como recuerda una de las personas de confianza del profesor YUNUS, CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito…», *op. cit.*, p. 92, el tipo de interés del microcrédito «no debe exceder nunca más del 10 por ciento a la tasa de mercado».

(181) EUROPEAN COMMISSION, *Expert Group Report..*, *op. cit.*, pp. 5, 28.

(182) *Ibidem*, p. 5.

las IMFs no lucrativas). En la India —país donde son bien conocidas, por reiteradas, las prácticas de intereses superlativos— recomendaciones del *Reserve Bank*, fechadas en el mes de enero de 2011, aconsejaron tasas anuales del 24%[183], luego elevadas al 26%[184]; a la vez que acordaban límites en el monto máximo prestable (en enero de 2011, 25.000 rupias o 550 dólares[185]; en mayo de 2011, el equivalente a 795 euros[186]). Esta actuación se entendió esencial para paralizar los crasos abusos que condujeron a los suicidios. Se ha ido más allá. No sólo hay recomendaciones sino regulaciones. En mayo de 2012 se aprobaba la *Micro-Finance Institutions (Development and Regulation) Bill* para intentar traer consigo estabilidad en el sector mediante el registro y la supervisión por la *Reserve Bank* de todas las IMFs[187]. En el Estado de Andhra Pradesh la regulación fue con anterioridad una realidad. Con el objetivo de poner freno a la presión y consecuente oleada de suicidios, en octubre de 2010, mediante la *«Andhra Pradesh Micro Finance Institutions Ordinance»*[188], se fijó un tope al monto prestable, se prohibieron intereses superiores a la suma del capital prestado, se instó la amortización mensual en vez de semanal, se prohibió la solicitud de garantías, se estableció una política de transparencia e información, amén de la necesidad de autorización y registro gubernamental para las IMFs, y se ordenó el cobro del préstamo en las oficinas del Gobierno local. Aprobadas con la finalidad de poner freno al cobro agresivo, todavía no se vislumbran los efectos positivos de estas duras (aunque allí necesarias) restricciones cuantitativas. *A contrario*, puestas en conjunto, han provocado un doble efecto no buscado: la paralización en la concesión y la generalización en la no devolución intencional de los microcréditos, esta última alentada por la clase política[189]. Los microcréditos han llegado allí a un punto de no retorno. Para salir de él habrán de reinventarse[190], regresando a los orígenes que los vieron nacer hasta encontrar una nueva vía por la que seguir.

---

(183) Son recomendaciones basadas en sugerencias efectuadas, en noviembre de 2010, por un grupo representante de cuarenta y cuatro microprestamistas sin ánimo de lucro. *Vid.* LAMONT, J., «Beyond Brics: India lenders relieved», *Financial Times*, 21 de enero de 2011, p. 3.

(184) BAJAK, V., «El microcrédito ha perdido su encanto», *Diario El País*, 26 de mayo de 2011, p. 6 (Sección Dinero & Negocios).

(185) *Vid.* LAMONT, J., «Beyond Brics…», *op. cit.*, p. 3.

(186) *Vid.* BAJAK, V., «El microcrédito…», *op. cit.*, p. 6.

(187) *Vid. supra* nota a pie de página núm. 29. Asimismo, *vid.* MAES, J. P.; REED, L. R., *Informe del Estado*…, *op. cit.*, pp. 6-7.

(188) Su título completo es: «An Ordinance to protect the women Self Help Groups from exploitation by the Micro Finance Institutions in the State of Andhra Pradesh and for the matters connected therewith or incidental thereto». Está accesible desde el siguiente *link*: <http://indiamicrofinance.com/wp-content/uploads/2010/10/Andhra-MFI-Ordinance.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(189) Según publicaba *The New York Times*, conforme la traducción que recogió el diario *El País*, el jueves 26 de mayo de 2011, en la noticia a la que aludíamos *supra* en la nota a pie de página núm. 165: BAJAK, V., «El microcrédito…», *op. cit.*, p. 6 (Sección Dinero & Negocios). Además, léase: CGAP, «Andhra Pradesh 2010: global implications of the crisis in Indian Microfinance», *CGAP Focus Note*, núm. 67, noviembre de 2010, p. 4; MAES, J. P.; REED, L. R., *Informe del Estado*…, *op. cit.*, pp. 5-6.

(190) En palabras del Director General de una de las entidades de crédito de Bangalore (*Ujivan Financial Services*), recogidas *ibidem*, p. 6. También en las palabras escritas en: COUNTS, A., «Toward reinventing microfinance through solving the «last-mile problem»: bringing clean energy solutions and actionable information to the poor», en, DALEY-HARRIS, S.; AWIMBO, A. (ed.), *New pathways out of poverty*, Kumarian Press, EE.UU., 2011, pp. 185-190.

Alejándonos ya de las lindes de la India, debemos indicar, en general, que tanto en un tope específico referido a la determinación legal de tipos de interés máximos como en uno procedente de la represión contra la usura subyace una variada problemática. De un lado, urge la comunicación y comparación entre los tipos de interés aplicables. Comunicar es actuar con transparencia. Comparar es actuar con iguales indicadores. Para comunicar y comparar debiera utilizarse la misma tasa, preferiblemente, la tasa anual equivalente, en el conocido acrónimo de «TAE»(191), tal y como se insta en la Orden ministerial española EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios. A favor de dicha comunicación y comparación entre tasas está actuando la iniciativa mundial *Microfinance Transparency*, desde donde se ha alzado la voz (a la que unimos la nuestra) a favor de una asignación transparente de precios en la industria microfinanciera(192).

Desde un plano diverso, otra dificultad atañe a las vías de actuación del microprestatario contra, por ejemplo, el eventual incumplimiento del eventual límite de interés por el microprestamista. El efectivo acceso a los tribunales de justicia de la población más pobre es, en demasiados lugares del mundo, una entelequia. A su exclusión de la financiación se añade su exclusión de la justicia. Esta última indefensión, no obstante, se paliaría con una legislación que garantizase acceso a la información y asistencia legal a través de la actuación de organismos gubernamentales o no gubernamentales de defensa y representación de sus asociados, a la vez que fomentara mecanismos alternativos de resolución extrajudicial de los conflictos(193), a saber, mediación, negociación o arbitraje, a los que también tuvieran acceso aquellas entidades defensoras. Conforme se avanzó, bien podrían ser éstos elementos sobre los que se regulara en el contexto internacional.

En los párrafos precedentes han sido censuradas las prácticas de elevación hasta extremos insoportables de las tasas de interés. El párrafo que ahora se inicia se sitúa en el extremo contrario: el interés mínimo. Recuperemos y reiteremos una aseveración redactada en una de las páginas previas al hilo de las bases que, a nuestro parecer, habría de cumplir el Derecho regulador de las microfinanzas: «unos tipos de interés razonables (y nos atrevemos a decir que no solo bajos sino, incluso, mínimos)». ¿Cuál es el mínimo?, ¿el mínimo podría rondar o llegar a cero? En teoría, es factible; en la práctica, es difícil. Dificultad no significa imposibilidad. Entidades de crédito privadas, en alianza con ESAM, han dispensado en la geografía española microcréditos a bajos intereses, mientras que entidades públicas, también aliadas con ESAM, los han concedido, incluso,

---

(191) Según recomendó VASUDEVAN, P.N., como Director Ejecutivo de Equitas, India, en el taller titulado: «¿Es transparencia suficiente? ¿Qué es justo y ético en cuanto a las tasas de interés en microfinanzas», de la V Cumbre Mundial del Microcrédito, el 15 de noviembre de 2011.

(192) Con ejemplos que demuestran la opacidad y confusión en los precios, *Microfinance Transparency* lucha por establecer mayor transparencia, aparte desde su página web, en: WATERFIELD, C., «Moving toward more "transparent pricing"», *Microfinance Focus*, special edition, 2011, pp. 53-55.

(193) El recurso a las vías extrajudiciales como mecanismo para la solución de las controversias surgidas en torno a las microfinanzas se anunció en la Nota de la Secretaría para el 43.º período de sesiones de UNCITRAL (párrafo 59, p. 17) y se mencionó con detenimiento tanto en la Nota preparada para el siguiente período de sesiones (p. 18, párrafos 48 y 49) como en la siguiente Nota que publicó, al respecto, el 20 de abril de 2012 (pp. 12-17). Léase, asimismo, el informe de la Asamblea General de Naciones Unidas «Legal empowerment of the poor and eradication of poverty», de 13 de julio de 2009, p. 8.

sin ellos[194]. La ausencia de intereses no convierte al microcrédito en una microdonación. No se desnaturaliza la figura del microcrédito como un crédito mercantil si se recuerda el texto del artículo 314 de nuestro Código de Comercio: «los préstamos [mercantiles] no devengarán interés si no se hubiere pactado por escrito», en línea con el artículo 1755 del Código Civil. Es cierto que en las IMF bancarias o, en términos más amplios, crediticias, el interés se convierte en requisito *sine qua non* por la propia naturaleza de estas entidades, pero también lo es que pueden fijar tasas similares o, incluso, inferiores a las del mercado para aglutinar la doble esencia del microcrédito: financiera y solidaria[195]. La viabilidad financiera junto con el impacto social es la doble clave a la que atender; en definitiva, su esencia[196]. Por seguir con el ejemplo nacional que más cerca tenemos, el descrito ha sido el caso de las (prácticamente desaparecidas) Cajas de Ahorro, que han estado una década apostando, con mayor o menor fuerza, por los microcréditos «solidarios» apenas sin intereses[197], sin comisiones y sin garantías, con el único requisito de la viabilidad del proyecto emprendedor[198]. El hecho de que los hayan podido otorgar a bajas tasas de interés ha veni-

---

(194) Conforme al estudio comparativo que realiza GUTIÉRREZ NIETO, B., *La financiación*…, *op. cit.*, p. 40, la Federación Española de Entidades de Empresas de Inserción ha intermediado desde 1998 en la concesión de una línea de microcréditos «sin cobro efectivo de intereses», al igual que Acción Solidaria contra el Paro (p. 129). Aun con intereses, se pretende que estos sean subvencionados en el caso de la empresa de capital público ENISA (Empresa Nacional de Innovación), según se prevé para la línea anual de microcréditos regulada en el artículo 15 de la Proposición de Ley de apoyo a los emprendedores, presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Congreso, de 15 de julio de 2011 (122/000290).

(195) Sobre el doble carácter financiero y solidario que está en la esencia del microcrédito, léase: VEREDA DEL ABRIL, A., «Aportaciones del microcrédito para la erradicación de la pobreza y el inicio del desarrollo que toma la opción de las mayorías», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011, p. 128.

(196) *Vid.* VEREDA DEL ABRIL, A., «Microcrédito y desarrollo», *Miradas al Exterior. Revista de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y del Cooperación*, núm. 19, julio-septiembre de 2011, p. 9.

(197) La media de los tipos de interés de los microcréditos en España en 2008 fue de 5,1%, siendo la cuarta menor media de los países de la Unión Europea, solamente por encima de las tasas de Bélgica, Suiza y Finlandia, conforme a los datos y el gráfico núm. 21 (p. 59) plasmados en: AA.VV., «Microcréditos en la Unión Europea», *Foro de Microfinanzas*, septiembre de 2009, núm. 11.

(198) Según relata GUTIÉRREZ NIETO, B., *La financiación*…, *op. cit.*, p. 123, «Acción Solidaria contra el Paro constituye la primera experiencia de microcrédito puesta en marcha en España», como organización no bancaria que intermedia en microcréditos sin intereses y sin garantías. Asimismo, FIDEM (Fundación Internacional de la Mujer Emprendedora) creó, en 1999, la primera línea de microcréditos con la Generalitat de Cataluña y el Instituto Catalán de Finanzas. Por su parte, la entidad de crédito pionera en España en el terreno del microcrédito fue Caixa Colonya. A finales de 1999, Caixa Colonya inició el Proyecto *L'Estalvi Ètic*, mediante la creación de una libreta a la vista de «ahorro ético», que propició que el capital se destinase a microfinanciar proyectos con una «marcada finalidad ética solidaria». *Vid.* <http://www.colonya.es> (última consulta: 7 de julio de 2012). Inmediatamente siguieron sus pasos de concesión de microcréditos, con criterios más amplios, otras Cajas de Ahorro como, por ejemplo, la Fundación CajaGranada Desarrollo Solidario; la Fundación Solidarioa de la BBK; la Fundación Un Sol Món, dependiente de la Obra Social de Caixa Catalunya; Caixa Galicia; o el Banco social de la Caixa (hoy Caixabank), MicroBank (en colaboración con el FIDEM). A través de la intermediación de las ESAM, han otorgado microcréditos financieros a personas de colectivos desfavorecidos que deseaban iniciar o ampliar su negocio sin exigir garantías reales ni personales y con el único requisito de disponer de un *business plan* que permitiera realizar un análisis de la viabilidad del proyecto empresarial. Respecto de los sistemas alternativos a la solicitud de garantías, léase *supra* nuestra nota a pie de página núm. 64. Aparte de las entidades de crédito privadas, algunas entidades públicas y, en particular, el ICO, han ido abriendo líneas específicas de microcréditos sin garantías y a tipos de interés más bajos que los habituales en el mercado financiero, esto es, ayudas públicas en forma de créditos blandos o preferenciales. En torno a esta línea de microcréditos del ICO, atiéndase, de forma específica, a: MARTÍNEZ ESTÉVEZ, A., «El programa de microcréditos del ICO», *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 84, 2005, pp. 25-42. Asimismo, acerca del esquema del microcrédito del ICO léanse los apuntes vertidos en el epígrafe 2.4 del Capítulo 1 del siguiente trabajo: GUTIÉRREZ NIETO, B., *La financiación*…, *op. cit.*, pp. 68-79. En paralelo y consonancia con esta actuación en España del ICO, en Finlandia, el organismo público de financiación de las PYMES, Finnvera, ofrece un

do derivado, en gran parte, de la posibilidad de compensar internamente los altos costes y riesgos asociados a su sección «micro» con los beneficios alcanzados dentro de la sección «macro», que es una posibilidad con la que no cuentan las instituciones que en otras lindes geográficas se dedican en exclusiva a la microfinanza. Si la legislación española abriera el camino para que las ESAM se constituyeran como IMFs propiamente dichas[199] (que sin ser entidades de crédito tuvieran capacidad de captación de depósitos y concesión directa de microcréditos), habría que observar si los elevados riesgos y costes inherentes al campo microfinanciero, no pudiendo ser objeto de aquella compensación interna, se repercutirían en la clientela a través de una subida del precio. Sería un riesgo que la futura normativa interna que las regulase habría de saber atajar. Con independencia de esa posibilidad, existe otro riesgo más cercano en el tiempo, mencionado en las primeras páginas de esta investigación: el fundado temor a que con el proceso de fusión, reestructuración, bancarización e, incluso, bursatilización al que se han visto sometidas las Cajas de Ahorro españolas —como efecto directo o indirecto de la recesión económico-financiera y de la burbuja inmobiliaria, amén de la normativa nacional y comunitaria sobre recursos propios y recapitalización— puedan minimizar su destacada labor social en esta faceta. Ese riesgo es una constatación de pérdida absoluta de su obra social en las que han sido nacionalizadas[200].

Fuera de nuestras fronteras nacionales, regresemos a la «cuna» del microcrédito, Bangladesh, donde su Gobierno estableció para los programas estatales de microfinanzas un tipo de interés del 11% simple, equivalente a un 22% con aplicación a capital decreciente. El *Grameen Bank* se enorgullece de aplicar menores tasas de interés que las gubernamentales y, en concreto, del 10 al 20%[201], con carácter decreciente, para aquellos créditos que

---

programa de micropréstamos para microempresas nuevas o existentes, que acepta riesgos de crédito superiores a los que aceptan las entidades financieras privadas. *Vid.* EUROPEAN COMMISSION, *Expert Group Report*…, *op. cit.*, pp. 22-23; <http://www.european-microfinance.org/membres_es.php?piId=123> (última consulta: 7 de julio de 2012). Regresando, de nuevo, a España, esta vez a su faceta exterior, hay que indicar que también el ICO ha venido actuando, si bien como agente financiero, a través del Fondo para la Concesión de Microcréditos para Proyectos de Desarrollo Básico en el Exterior (FCM) —regulado por el Real Decreto 741/2003, de 23 de junio (BOE núm. 170, de 17 de julio de 2003, pp. 27839-27841 [RCL 2003, 14321])— de la AECID (Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo, dependiente del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación), contribuyendo a que nuestro país se convirtiera, con 713 millones de euros y cerca de 2,5 millones de beneficiarios, en el segundo donante multilateral de microcréditos en el mundo. Por lo que hace al FCM, léase: VEREDA DEL ABRIL, A., *Microcréditos*…, *op. cit.*, p. 99. Una nueva etapa en materia de microcréditos para la cooperación internacional se ha abierto con el lanzamiento en 2011 —tras su aprobación por Ley 36/2010, de 22 de octubre— del Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE) que sustituye, con mayor ancho de miras, al FCM. Sobre la nueva etapa que inicia el FONPRODE, se recomienda leer, *verbi gratia*: CASCANTE, R., «Las microfinanzas en la agenda de la cooperación pública española para el desarrollo», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011, pp. 83-88; MARTÍN CARRETERO, J. M., «El FONPRODE y el futuro de la inclusión financiera desde la cooperación española», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011, pp. 23-27; MONEDERO, J. A., «La cooperación española en materia de microfinanzas», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011, pp. 99-104.

(199) De acuerdo a lo que se prevé en el trabajo que está llevando a cabo el Grupo de Trabajo de Legislación Microfinanciera Española, al que nos sumamos. *Vid.* supra nota a pie de página núm. 156.

(200) Conforme puede leerse con frecuencia en la prensa nacional. *Vid.*, por todos, BARRÓN, I. de, «Las cajas pierden todo su patrimonio en BFA-Bankia por el agujero del ladrillo», diario *El País*, 27 de junio de 2012, p. 25; JIMÉNEZ, M.; MARS, A., «La obra social queda en el aire», diario *El País*, 11 de mayo de 2012, p. 26. *Vid. supra* nota a pie de página núm. 34.

(201) «En 1991, el Banco subió el tipo de interés del 16% (el tipo comercial) al 20% después de que el Gobierno aumentara el sueldo a todos los funcionarios públicos. (El *Grameen* seguía el sistema de pagos del Gobierno)», señalaría BORNSTEIN, D., *El precio de un sueño*…, *op. cit.*, p. 138 (también p. 372), en un libro de obligada y apasionante

generan ingresos a través de la actividad empresarial de sus destinatarios. Tipos menores, del 8%, del 5% e, incluso, del 0% los aplica este Banco, respectivamente, para los créditos de viviendas, para los de estudios, y para quienes practican la indigencia o mendicidad a través del *Struggling Members Programme*(202). Únicamente nos interesan en nuestra investigación las tasas aplicables a los microcréditos mercantiles, para los cuales el *Grameen Bank* intenta que estén «lo más cercanas posible a las del mercado, vigentes en el sector bancario comercial»(203). Ese intento debiera generalizarse a cualesquiera otras IMFs con ánimo lucrativo. ¿Una quimera? No, si se vincula el Sello de Excelencia a políticas públicas que exijan reducir los cuantiosos intereses(204), a cambio, por ejemplo, de que las IMFs «excelentes» gocen de incentivos fiscales. No, si una regulación internacional —bajo los pilares de la estabilidad financiera y, una vez más, de la protección de la clientela(205)— ayudase a extender tal intento con la pretensión última de minorar los terribles flagelos de la pobreza y la desigualdad(206).

3. A modo de conclusión: microfinanzas socialmente responsables sobre la base de una regulación internacional

Para concluir el presente trabajo de investigación, permítasenos subrayar, una vez más, la protección de la clientela(207). Con protección la microfinanciación será una financia-

---

lectura para quienes confían en la ayuda humanitaria a través del microcrédito. La tasa del 20% se confirma, *verbi gratia*, en: YUNUS, M., *Las empresas sociales…*, *op. cit.*, p. 42. La del 10% en: GRAMEEN BANK, «Grameen Bank at a glance», disponible en: <http://www.grameen-info.org> (última consulta: 7 de julio de 2012); citado en: LACALLE CALDERÓN, M. (*et al.*), «El Banco Grameen…», *op. cit.*, p. 62.

(202) Según datos fechados a octubre de 2007 y reflejados en el *site web* del *Grameen Bank*: <http://www.grameen-info.org/index.php?option=com_content&task=view&id=318&Itemid=168> (última consulta: 7 de julio de 2012). Acerca de los préstamos exentos de intereses para los mendigos bengalís, *vid.*, *ad ex.*, LACALLE CALDERÓN, M. (*et al.*), «El Banco Grameen…», *op. cit.*, pp. 84-85; YUNUS, M., *Las empresas sociales…*, *op. cit.*, p. 12; YUNUS, M., *El banquero de los pobres…*, *op. cit.*, p. 16.

(203) En las palabras plasmadas en este enlace: <http://www.grameen-info.org/index.php?option=com_content&task=view&id=52&Itemid=168&limit=1&limitstart=12> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(204) Como se propuso por CRUZ HERNÁNDEZ, I. (Presidente del Foro Latinoamericano y del Caribe de Finanzas Rurales) en la sesión plenaria «Más allá de servicios financieros "éticos": la creación de un Sello de Excelencia en microfinanzas por su nivel de alcance a los pobres y su poder transformativo» de la V Cumbre Mundial del Microcrédito, 14 de noviembre de 2011.

(205) En el número 9, correspondiente al mes de marzo de 2011, del Boletín del Fondo para la Innovación en Microseguros de la OIT (*Innovation Flash*), se publicaba una noticia escrita por el Secretario General de la IAIS, KAWAI, Y., donde, bajo el título «Regular es permitir el crecimiento del sector como un medio eficaz para proteger a los consumidores» (p. 1), se aludía al documento de orientación que ha desarrollado la IAIS y *Microinsurance Network* acerca de la regulación y supervisión de las mutuas, cooperativas y otras organizaciones basadas en la comunidad para incrementar el acceso a los mercados de seguros, octubre de 2010, 30 pp., localizable en: <http://www.iaisweb.org/_temp/IAIS_Regulacion_y_Supervison_de_Mutuales_Cooperativas_y_Otras_para_Incrementar_Acceso.pdf> (última consulta: 7 de julio de 2012).

(206) Nos hacemos eco *mutatis mutandis* de la frase que pronunció MANDELA, N., en un multitudinario discurso pronunciado el 3 de febrero de 2005 en *Trafalgar Square*: «La inmensidad de la pobreza y la obscenidad de la desigualdad son los terribles flagelos de nuestro tiempo», según se recoge en: COSTA, M., «Laudatio…», *op. cit.*, p. 32.

(207) En los términos de la iniciativa de *Smart Campaign* sobre los principios de protección de la clientela, descritos *supra* en el subepígrafe III.1.

ción socialmente responsable[208]. En las palabras del profesor ILLESCAS: «El microcrédito constituye la faceta más humana, más ciudadana, de los esfuerzos para el desarrollo. […] El micro solo tiene como destinatario y protagonista a la persona. Nada más que por ello, merece ser potenciado al máximo»[209]. La dimensión micro debiera estar respaldada por un régimen legal específico y adecuado, ojalá de ámbito internacional. El legislador internacional no puede seguir mirando hacia otro lado. Ha de poder y saber afrontar la realidad de los más vulnerables. «Un marco jurídico equitativo para un comercio internacional libre compone el factor determinante del progreso económico de los países en vías de desarrollo», proseguiría redactando el profesor ILLESCAS[210]. El Derecho ha de arraigar en la realidad económico-social para resolver los conflictos de la comunidad internacional. En la bella aseveración del profesor KOZOLCHYK: «El camino es arduo, pero la meta merece el esfuerzo sostenido de todos los que creen [creemos] en el Derecho como un vehículo para [la mejora] de la condición humana»[211]. El Derecho es, en efecto, una de las bases —la más firme— para alcanzar las denominadas «microfinanzas para la redención»[212]. El Derecho es una base, pero no la única base para que las microfinanzas restauren el honor y valor de las personas[213]. La legislación ha de venir acompañada de un cambio de mentalidad de todos los agentes involucrados: el retorno a la condición humana que inspiró el nacimiento del microcrédito. Han sido muchos los logros. Son aún muchos los desafíos[214]. El Derecho más la ética es la «ecuación» que permitirá hacer realidad la célebre y prometedora frase del visionario YUNUS: «podemos consignar la pobreza a los museos»[215]. Todavía somos muchos los que queremos seguir creyendo en que algún día se alcanzará esta añorada meta.

---

(208) «La financiación socialmente responsable» es parte del título de la siguiente obra: GUTIÉRREZ NIETO, B., *La financiación*…, *op. cit.*, 234 pp.

(209) *Vid.* ILLESCAS ORTIZ, R., «Una oportunidad para lo micro», *DN*, año 19, núm. 199, abril de 2007, p. 2.

(210) *Ibidem*, p. 2.

(211) Oración con que cierra su escrito KOZOLCHYK, B., «El crédito comercial…», *op. cit.*, p. 20.

(212) El Director de la Campaña de la Cumbre Mundial del Microcrédito, DALEY-HARRIS, S., empleó la expresión de «microfinanzas para la redención» en la ceremonia de apertura de la V Cumbre el 14 de noviembre de 2011, bajo una intensa ovación de los asistentes. La primera vez que la empleó fue en la cena de clausura de la Cumbre Regional del Microcrédito en Nairobi. De allí surgió la idea de la necesidad de crear un Sello de Excelencia. Léase, en extenso: DALEY-HARRIS, S., «Reflexiones acerca del Sello de Excelencia en Microfinanzas por su nivel de alcance a los pobres y su poder de transformación», en MAES, J. P.; REED, L. J., *Informe del Estado de la Campaña de la Cumbre de Microcrédito*, Campaña de la Cumbre de Microcrédito, Washington, 2012, pp. 34-35; DALEY-HARRIS, S., «A deeper vision for microfinance: restoring people's honour and worth», *The Journal of Social Business*, vol. 1, núm. 3, octubre de 2011, pp. 20-23; DALEY-HARRIS, S., «Seal of excellence…», *op. cit.*, pp. 14-15.

(213) Sobre el honor y el valor de las personas, en enlace con las «microfinanzas para la redención», se ocupó de hablar DALEY-HARRIS, S., *ibidem*.

(214) De desafíos y logros habló Su Majestad la Reina de España en la Ceremonia de apertura de la V Cumbre Mundial del Microcrédito.

(215) Aparte de en su discurso del Premio Nobel, YUNUS, M., plasmó la conocida frase de llevar la pobreza a los museos, entre otras muchas publicaciones, en: *Las empresas sociales*…, *op. cit.*, p. 15; *El banquero de los pobres*…, *op. cit.*, pp. 24-25; *¿Es posible*…, *op. cit.*, p. 32; «Negocio social: una respuesta a la nueva reforma económica mundial», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011, p. 41; o «The future: in eyes of "banker to the poor"», *The Journal of Social Business*, vol. 1, núm. 3, octubre de 2011, p. 15.

«Yes we can do it,
we can make this happen,
we can make this ambitious, mad, crazy, impossible dream a reality!
We can have a world free of poverty!»

Muhammad Yunus

BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., «Subvenciones a la innovación», *Innovation Flash. Boletín del Fondo para la Innovación en Microseguros de la OIT*, núm. 9, marzo 2011.

— «Microcréditos en la Unión Europea», *Foro de Microfinanzas*, núm. 11, septiembre de 2009.

— «Microfinance lenders are getting the message», *Financial Times*, 16 de noviembre de 2007.

— «NLCIFT 12 Principles of Secured Transactions Law in the Americas (Los 12 principios del NLCIFT para las Garantías Mobiliarias en las Américas)», *DN*, año 19, núm. 199, abril de 2007.

ABBAD SORT, M., *Microcréditos: préstamos a la dignidad*, Icaria, Barcelona, septiembre de 2010.

AHMED, Z., «Editorial. The context of Global Microcredit Summit 2011», *The Journal of Social Business*, vol. 1, núm. 3, octubre de 2011.

ALBARRÁN LOZANO, I.; ALONSO GONZÁLEZ, P., «Microseguros: fundamentos técnicos y ámbito de aplicación de un producto en expansión», *RES*, núm. 131, julio-septiembre de 2007.

ALLIANCE FOR FINANCIAL INCLUSION, *Enabling mobile Money transfer: the Central Bank of Kenya's treatment of M-Pesa*, *case study*, febrero de 2010.

ARALDI, L.; BAIGORRIA, M.; CARLINO, B. P. (*et al.*), *Company Law reform in Argentina to foster small and medium-sized business initiative and fiscal support measures*, Dykinson, Madrid, 2009.

ARGANDOÑA, A., «La dimension ética de las microfinanzas», *IESE Business School – Universidad de Navarra*, Documento de investigación DI-791, abril de 2009, disponible en: <http://www.microfinanzas.org/uploads/media/DI-0791.pdf> (última consulta: 29 de abril de 2011).

ARISTÓTELES, *Política*, Libro I, Capítulo X, Istmo, Madrid, 2005 (traducción de GARCÍA FERNÁNDEZ, E.).

ASIAN DEVELOPMENT BANK, *Enhancing the fight against poverty in Asia and the Pacific. The poverty reduction strategy of the Asian Development Bank*, diciembre de 2004, disponible en: <http://www.adb.org/Documents/Policies/Poverty_Reduction/2004/prs-2004.pdf> (última consulta: 30 de abril de 2011).

BAJAK, V., «El microcrédito ha perdido su encanto», diario *El País*, 26 de mayo de 2011.

BALKENHOL, B., «Why financial inclusion matters to the working poor?», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «The global enabling environment for microfinance: the G20, the Financial Action Task Force, the Basel Committee and other standards», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

BAN, K-M., «Preface», en *Information Economy Report 2010, ICTs, enterprises and poverty alleviation*, Naciones Unidas, Nueva York – Ginebra, 2010.

— «Prólogo», en *Objetivos de Desarrollo del Milenio, Informe 2010*, Naciones Unidas, Nueva York, 2010.

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, COMITÉ DE BASILEA DE SUPERVISIÓN FINANCIERA, *Microfinance activities and the core principles for effective banking supervision*, 2010.

BARRÓN, I. de, «Las cajas pierden todo su patrimonio en BFA-Bankia por el agujero del ladrillo», Diario *El País*, 27 de junio de 2012.

BORNSTEIN, D., *El precio de un sueño. La aventura de Muhammad Yunus y el Grameen Bank*, Debate, Barcelona, noviembre de 2006.

— *Cómo cambiar el mundo. Los emprendedores sociales y el poder de las nuevas ideas*, 2.ª ed., Debate, Barcelona, mayo de 2005.

BROSETA PONT, M.; MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, vol. II, *Contratos mercantiles, Derecho de los títulos-valores, Derecho concursal*, 18.ª ed., Tecnos, Madrid, 2011.

CABRAL JIMÉNEZ, E., «The microfinance and inclusive finance agenda: the BSP experience», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «The overall policy context for enabling inclusive finance», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

CASCANTE, R., «Las microfinanzas en la agenda de la cooperación pública española para el desarrollo», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011.

CHOWDHURY, N. I., «El viaje del microcrédito: su coherencia, logros y futuro», en, FERRER RIQUELME, J.; GINÉS VILAR, M. (ed.), Experiencias *internacionales sobre microfinanzas. Manual del microcrédito*, Publicaciones de la Universidad Jaume I, Castellón de la Plana, 2010.

CHURCHILL, C., «Moving beyond credit life insurance», *Microfinance Focus*, special edition, 2011.

CLIFFORD CHANCE, «Key issues in microfinance legislation and regulation», *Client Briefing*, noviembre de 2011.

CONSULTATIVE GROUP TO ASSIST THE POOR (CGAP), «Responsible finance: putting principles to work», *CGAP Focus Note*, núm. 73, septiembre de 2011.

— «Andhra Pradesh 2010: global implications of the crisis in Indian Microfinance», *CGAP Focus Note*, núm. 67, noviembre de 2010.

— *Transforming NGO MFIs: critical ownership issues to consider*, núm. 13, junio de 2008.

COUNTS, A., «Toward reinventing microfinance through solving the "last-mile problem": bringing clean energy solutions and actionable information to the poor», en, DALEY-HARRIS, S.; AWIMBO, A. (ed.), *New pathways out of poverty*, Kumarian Press, EE.UU., 2011.

CUENCA MIRANDA, J. M., «Autorregulación y mercados financieros», *ICE. Sistema Financiero: novedades y tendencias*, núm. 801, agosto-septiembre de 2002.

CRUZ PADIAL, I.; GUTIÉRREZ BENGOECHEA, M., «Beneficios fiscales para las empresas de reducida dimensión», *AF*, núm. 9, año IV, septiembre de 1999.

DALEY-HARRIS, S., «Reflexiones acerca del Sello de Excelencia en Microfinanzas por su nivel de alcance a los pobres y su poder de transformación», en MAES, J. P.; REED, L. J., *Informe del Estado de la Campaña de la Cumbre de Microcrédito*, Campaña de la Cumbre de Microcrédito, Washington, 2012.

— «A deeper vision for microfinance: restoring people's honour and worth», *The Journal of Social Business*, vol. 1, núm. 3, octubre de 2011.

— «La contribución de la Cumbre de Valladolid a la sensibilización pública», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011.

— «Seal of excellence for poverty outreach and transformation in microfinance», *Microfinance Focus*, special edition, 2011.

DÍAZ MARTÍN, C., «Factores determinantes de la innovación tecnológica para las empresas pequeñas», *Cuadernos de Estudios Empresariales*, núm. 6, 1996.

DOMÍNGUEZ RUIZ DE HUIDOBRO, A., «La definición de las PYMES por la Comisión Europea», *RDBB*, núm. 62, año XV, abril-junio de 1996.

DURÁN NAVARRO, J. (coord.), «Conclusiones del primer encuentro nacional de microfinanzas y reflexiones sobre los principales elementos de discusión», *Foro de Microfinanzas*, núm. 15, julio de 2011.

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, *Microscopio global sobre el entorno para las microfinanzas. Índice y estudio piloto implementado por el Economist Intelligence Unit*, BID, CAF, IFC, 2009.

EUROPEAN COMMISSION, *Enterprises in Europe. Fourth Report*, Eurostat, Bruselas, 1996.

— *Expert Group Report. The regulation of microcredit in Europe*, Bruselas, abril de 2007.

FERRERO FERRERO, I.; MUÑOZ TORRES, M.ª J.; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.ª A., «Contextualización del microcrédito en el sistema bancario mundial», en FERRER RIQUELME, J.; GINÉS VILAR, M. (ed.), Experiencias *internacionales sobre microfinanzas. Manual del microcrédito*, Publicaciones de la Universidad Jaume I, Castellón de la Plana, 2010.

FUNDACIÓN ALFONSO MARTÍN ESCUDERO; PRICE WATERHOUSE, *La PYME industrial española: factores de éxito para competir*, Fundación Alfonso Martín Escudero – Price Waterhouse, Madrid, 1995.

GARCÍA ALBA, J. (coord.), *Telefonía móvil y desarrollo financiero en América Latina*, Ariel – BID, Barcelona, 2009.

GARCÍA GARCÍA, A.-C. y LENS ESPINOSA, J., *Microcréditos, la revolución silenciosa*, Debate, Madrid, junio de 2007.

GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación de las PYMES*, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2003.

GEOFFRON, P., *Le processus de formation d'une innovation financiere: le capital risque. Un analyse comparative des modèles américain et français*, Tesis Doctoral, Universidad París XIII. U.F.R. de Ciencias Económicas y de Gestión, enero de 1990.

GOROSTEGUI, A., «Prólogo», en ABBAD SORT, M., *Microcréditos: préstamos a la dignidad*, Icaria, Barcelona, septiembre de 2010.

GRAMEEN BANK, *Annual Report 1983*, 25 de abril de 1983.

— «Grameen Bank at a glance», disponible en: <http://www.grameen-info.org> (última consulta: 30 de diciembre de 2011).

GUTIÉRREZ NIETO, B., *La financiación socialmente responsable. El microcrédito en España*, Thomson-Civitas, ICO, Navarra, 2005.

— «Microcrédito y desarrollo local», *Acciones e Investigaciones Sociales*, núm. 18, noviembre de 2003.

HUDON, M., «Fair interest rates when lending to the poor: are fair prices derived from basic principles of justice», Solvay Business School, Université Libre de Bruxelles, working paper 06/015, 2006.

IAIS MI NETWORK JOINT WORKING GROUP, *Documento expositivo acerca de la regulación y supervisión de las mutuales, cooperativas y otras organizaciones basadas en la comunidad para incrementar el acceso a los mercados de seguros*, octubre de 2010, 30 pp., disponible en: <http://www.iaisweb.org/_temp/IAIS_Regulation_y_Supervison_de_Mutuales_Cooperativas_y_Otras_para_Incrementar_Acceso.pdf> (última consulta: 29 de abril de 2011).

ILLESCAS ORTIZ, R., «Una oportunidad para lo micro», *DN*, año 19, núm. 199, abril de 2007, p. 2.

— «Los contratos bancarios: reglas de información, documentación y ejecución», *RDBB*, año 9, núm. 34, 1989.

IVÁÑEZ GIMENO, J. M.ª, «Financiación pública de programas de innovación tecnológica para la PYME», *EI*, núm. 273, mayo-junio de 1990.

JIMÉNEZ, M.; MARS, A., «La obra social queda en el aire», diario *El País*, 11 de mayo de 2012.

KAWAI, Y., «Regular es permitir el crecimiento del sector como un medio eficaz para proteger a los consumidores», *Innovation Flash*, *Boletín del Fondo para la Innovación en Microseguros de la OIT*, núm. 9, marzo de 2011.

KAZMIN, A., «Making a profit from loans to poor carries risks», *Financial Times*, 16 de junio de 2011.

— «Microlenders in India appeal for crisis funding», *Financial Times*, 16 de noviembre de 2010.

KOZOLCHYK, B., «El crédito comercial y su efecto en la disminución de la pobreza», *DN*, núm. 199, abril de 2007 (también publicado en: Foro de Derecho Mercantil, 2007).

LACALLE CALDERÓN, M. (*et al*.), «El Banco Grameen», *Foro de Microfinanzas*, núm. 8, febrero de 2007.

LACALLE CALDERÓN, M.; RICO GARRIDO, S., «Microfinanzas en España: impacto y recomendaciones a futuro», *Foro de Microfinanzas*, núm. 18, enero de 2012.

LAMONT, J., «Beyond Brics: India lenders relieved», *Financial Times*, 21 de enero de 2011, p. 3.

LEE, A., «Microfinance and UNCITRAL texts on electronic commerce», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Recent trends in financial inclusión: technological innovation, branchless banking and commercialisation», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

LEFEVRE, A.-F., «The overall policy context for enabling inclusive finance», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «The overall policy for enabling inclusive finance», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

LEMAY, T., «What are the appropiate legislative and regulatory issues for consideration by UNCITRAL», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance,* UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011.

LYMAN, T., «Recommendations for proportionate regulation and supervision on microfinance», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «Proportionate regulation and supervision of microfinance – key issues», UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011.

MADRID PARRA, A., «Dinero electrónico: reflexiones sobre su calificación jurídica», en MADRID PARRA, A. (Dir.), *Derecho del sistema financiero y tecnología*, Marcial Pons, Madrid, 2010.

MAES, J. P.; REED, L. R., *Informe del Estado de la Campaña de la Cumbre del Microcrédito 2012*, Campaña de la Cumbre del Microcrédito, Washington, 2012.

MARTÍN CARRETERO, J. M., «El FONPRODE y el futuro de la inclusión financiera desde la cooperación española», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011.

MARTÍNEZ ESTÉVEZ, A., «El programa de microcréditos del ICO», *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 84, 2005.

MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A., «Orden EHA/2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicios financieros», *RDBB*, núm. 125, octubre-diciembre de 2011.

MICROBANK, «Los microcréditos: un instrumento para la inclusión social», *Foro de Microfinanzas*, núm. 10 («microcréditos para la inclusión»), julio de 2008.

MOLENAAR, K., «La importancia de la nueva legislación microfinanciera española para Europa», en *II Encuentro Nacional de Microfinanzas: «La nueva legislación microfinanciera española»*, Madrid, 18 de abril de 2012.

MONEDERO, J. A., «La cooperación española en materia de microfinanzas», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011.

MORRISON, D., «Microfinance and the Millennium Development Goals: the way forward», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «Financial inclusion and poverty reduction: the role of financial inclusion in achieving the Millennium Developments Goals», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

MOYA, C., «Una política para promover el acceso a servicios financieros buscando equidad social», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance.* Panel: «The overall policy context for enabling inclusive finance», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

MURRAY, S., «Helping farmers reap rewards», *Financial Times*, 3 de enero de 2010.

NACIONES UNIDAS, *Objetivos de Desarrollo del Milenio, Informe 2010*, Naciones Unidas, Nueva York, 2010.

— *Information Economy Report 2010, ICTs, enterprises and poverty alleviation*, Naciones Unidas, Nueva York – Ginebra, 2010.

— *Estudio sobre las perspectivas de la armonización de la ciberlegislación en América Latina*, Naciones Unidas, Nueva York – Ginebra, junio de 2009.

— *Building inclusive financial sectors for development*, mayo de 2006.

NAVAJAS, S., «Effective regulation and supervisión of microfinance operations», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Legal and regulatory aspects of microfinance», UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011.

OCDE, «Employment in small and large firms: where have the jobs come from?», *Employment Outlook*, París, 1985.

ORGANIZACIÓN MUNDIAL DE TURISMO, *Turismo, microfinanzas y reducción de la pobreza. Recomendaciones a las pequeñas y medianas empresas (PYME) y a las instituciones de microfinanza (IMF). Año internacional del microcrédito 2005*, OMT, Madrid, 2005.

PÉREZ, C., «La sostenibilidad del sector microfinanciero español», *Foro de Microfinanzas*, núm. 15, julio de 2011.

REED, L. R., *Informe del Estado de la Campaña de la Cumbre de microcrédito 2011*, Washington, 7 de marzo de 2011, disponible en: <http://globalmicrocreditsummit2011.org/userfiles/files/Embargoed/SOCR%202011%20SP%20-%20EMBARGOED.pdf> (última consulta: 30 de abril de 2011).

RICO GARRIDO, S. (*et al.*), «Las Entidades Sociales de Apoyo al Microcrédito: su papel en la concesión de microcréditos en España», *Foro de Microfinanzas*, núm. 3.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., *Las garantías mobiliarias sobre equipo aeronáutico en el comercio internacional. El Convenio de Ciudad del Cabo y su protocolo*, Marcial Pons; CEDIT, Madrid, 2012.

ROTH, J.; MCCORD, M. J.; LIBER, D., *The landscape of microinsurance in the World's 100 Poorest Countries*, The Microinsurance Centre, abril de 2007.

ROUSSEL, F., *Microfinance Barometer 2011 – Convergences 2015*, 2.ª ed., 2011.

ROZAS, D., *Implementing Client Protection in Microfinance. The State of the Practice, 2011. A Report from the Smart Campaign*, noviembre de 2011, 48 pp., disponible en: <http://centerforfinancialinclusionblog.files.wordpress.com/2011/11/111116_smart-campaign_implementing-client-protection-principles-in-mf-state-of-the-practice-2011_final.pdf> (última consulta: 30 de diciembre de 2011).

SCHMITZ, K., «Recent trends in financial inclusion», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Recent trends in financial inclusion: technological innovation, branchless banking and commercialisation», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

SCHUMPETER, J. A., *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*, Harvard University Press, Cambridge, 1934.

SINHA, F., «Beyond "ethical" financial services: developing a seal of excellence for poverty outreach and transformation in microfinance», en DALEY-HARRIS, S.; AWIMBO, A. (ed.), *New pathways out of poverty*, Kumarian Press, EE.UU., 2011.

SIMANOWITZ, A., «Challenges to the field and solutions: overindebtedness, clients dropouts, unethical collection practices, exorbitant interest rates, mission drift, poor governance structures, and more», en DALEY-HARRIS, S.; AWIMBO, A. (ed.), *New pathways out of poverty*, Kumarian Press, EE.UU., 2011.

SINHA, S., «What the World can learn from the Indian microfinance crisis?, *Microfinance Focus*, special edition, 2011.

SWISS REINSURANCE COMPANY, «Microinsurance – risk protection for 4 billion people», Swiss Re, *Sigma*, n.º 6, 2010.

TUR VILAS, I., *Las sociedades de garantía recíproca. (Régimen jurídico-económico)*, Tesis Doctoral, Universidad de Barcelona, Facultad de Derecho, Barcelona, junio de 1990.

UMARJI, M. R., «Financial inclusion: Indian experience; regulation of microfinance institutions», *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Legal and regulatory aspects of microfinance», UNCITRAL, Viena, 13 de enero de 2011.

VASCONCELOS FREIRE, M., «Social Money (complementary currencies) research project – solidarity finance», en *UNCITRAL International Colloquium on Microfinance*. Panel: «Recent trends in financial inclusion: technological innovation, branchless banking and commercialisation», UNCITRAL, Viena, 12 de enero de 2011.

VEREDA DEL ABRIL, A., «Aportaciones del microcrédito para la erradicación de la pobreza y el inicio del desarrollo que toma la opción de las mayorías», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011.

— «Microcrédito y desarrollo», *Miradas al Exterior. Revista de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y del Cooperación*, núm. 19, julio-septiembre de 2011.

— *Microcréditos y desarrollo*, Madrid: Fundación Iberoamericana para el Desarrollo, 2001.

WATERFIELD, C., «Moving toward more "transparent pricing"», *Microfinance Focus*, special edition, 2011.

WHEATLEY, J., «Small is beautiful for Latin America's pioneers», *Financial Times*, 27 de febrero de 2009.

WREDE, P., «¿El fin del microseguro?, *Innovation Flash*. *Boletín del Fondo para la Innovación en Microseguros de la OIT*, núm. 7, agosto de 2010.

YUNUS, M., «The future: in eyes of "banker to the poor"», *The Journal of Social Business*, vol. 1, núm. 3, octubre de 2011.

— «Enfocado para los más vulnerables», *Miradas al Exterior. Revista de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación*, núm. 19, julio-septiembre de 2011.

— *Las empresas sociales. Una nueva dimensión del capitalismo para atender las necesidades más acuciantes de la humanidad*, Paidós, Madrid, febrero de 2011.

— «Negocio social: una respuesta a la nueva reforma económica mundial», *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, núm. extraordinario, 2011.

— «An exclusive interview with Dr. Muhammad Yunus», *Microfinance Focus*, special edition, 2011.

— «Crear un mundo sin pobreza», en FERRER RIQUELME, J.; GINÉS VILAR, M. (ed.), Experiencias *internacionales sobre microfinanzas. Manual del microcrédito*, Publicaciones de la Universidad Jaume I, Castellón de la Plana, 2010.

— *El banquero de los pobres. Los microcréditos y la batalla contra la pobreza en el mundo*, Paidós, Barcelona, 2008.

— *¿Es posible acabar con la pobreza?*, Complutense, Madrid, 2006.

— *Banker to the poor*, Public Affairs, 1999.

ZUKANG, S., «Panorama general», en *Objetivos de Desarrollo del Milenio, Informe 2010*, Naciones Unidas, Nueva York, 2010.

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 3.ª ed., 2005.

Crónica

LAS LLAMADAS «PRUEBAS DE ESTRÉS» A LA BANCA EUROPEA Y SU PROCESO DE RECAPITALIZACIÓN DISEÑADO POR EL EUROGRUPO

JUAN CALVO VÉRGEZ

Profesor Titular de Derecho Financiero y Tributario
Universidad de Extremadura

RESUMEN

El presente artículo tiene por objeto analizar los principales rasgos configuradores de las pruebas de estrés realizadas a la banca europea durante el pasado mes de junio de 2011 y coordinadas por la Autoridad Bancaria Europea, a través de las cuales la salud financiera de los bancos fue objeto de análisis frente a un escenario normal y frente a un entorno macroeconómico extremadamente negativo, tomando en consideración además posibles shocks que pudieran llegar a producirse en la evolución del mercado inmobiliario de cada país, así como en los tipos de interés y en el nivel de endeudamiento de los Estados. Igualmente se analiza la trascendencia del acuerdo alcanzado en el seno de la pasada Cumbre del Eurogrupo de 26 de octubre de 2011, a resultas del cual se acordó que los grandes bancos de la Unión Europea tuviesen hasta el 30 de junio de 2012 para recapitalizarse y lograr un ratio de capital de calidad del 9% tras valorar a precio de mercado su exposición a la deuda pública.

Palabras clave: *Unión Europea, Autoridad Bancaria Europea, Banco Central Europeo, pruebas de estrés, entidades financieras, balance, activos inmobiliarios, deuda pública, core Tier 1.*

ABSTRACT

This article aims to analyze the main features configurators stress test on European banks made during the month of June 2011 and coordinated by the European Banking Authority, through which the banks' financial health was the subject analysis against a normal stage in front of an extremely negative macroeconomic environment, taking into account also possible shocks that may come to occur in the evolution of each country's real estate market as well as interest rates and debt levels of States. Also discusses the importance of the agreement reached within the Eurogroup summit last October 26, 2011, as a result of which it was agreed that the big banks in the European Union they had until June 30, 2012 to recapitalize and achieve capital ratio of 9% quality after market prices to value their exposure to debt.

Key words: *European Union, European Banking Authority, European Central Bank stress test, banks, stock, real estate, public debt, core Tier 1.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. PRINCIPALES RASGOS CONFIGURADORES DE LAS PRUEBAS DE ESTRÉS PRACTICADAS EN 2011.

III. VALORACIÓN DE LOS RESULTADOS DERIVADOS DE LA PRÁCTICA DE LAS PRUEBAS DE ESTRÉS DE 2011.

IV. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS ENTIDADES BANCARIAS EUROPEAS PREVIA A LA CUMBRE DEL EUROGRUPO DE OCTUBRE DE 2011.

V. LA TRASCENDENCIA DE LOS ACUERDOS ALCANZADOS EN LA CUMBRE DEL EUROGRUPO DE OCTUBRE DE 2011.

VI. ACTUACIONES POSTERIORES A LA REUNIÓN DEL EUROGRUPO DE OCTUBRE DE 2011.

I. INTRODUCCIÓN

Con fecha de 6 de marzo de 2011 la Autoridad Bancaria Europea (EBA)[(1)] anunció la realización de diversas pruebas de estrés a la banca europea durante el mes de junio de dicho año, incluyendo dentro de dicha prueba la categoría de «entidad al borde del suspenso» con la finalidad de forzar la recapitalización de los grupos más débiles. Pretendía así el regulador bancario europeo introducir una nueva categoría en los *test* de estrés que realizase a la banca y que incluyera la referida denominación de «al borde del suspenso». Esta medida pretendía, como se ha indicado, forzar la recapitalización de los bancos más débiles.

La EBA anunció que la banca necesitaría un 5% de capital básico para pasar los llamados *stress test*. Los recursos que podrían computar como capital de primera categoría, es decir, los que formarían parte del *core Tier* 1, son los que prevé la actual Directiva europea sobre instrumentos de capital (Directiva 2009/111/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009) al neto de las deducciones por participaciones en empresas financieras, sin incluir los instrumentos híbridos, como las participaciones preferentes. La citada Autoridad Bancaria Europea aceptó como recursos de primera categoría las ayudas públicas de recapitalización, si bien se destacó la existencia de estos recursos y su aportación a la solvencia de las entidades en la publicación de los resultados de los *stress test*.

De este modo la definición del umbral mínimo de capital básico (CT1) empleada en los exámenes a la banca europea tendría en cuenta la actual definición de *Tier 1* en la Unión Europea (UE), deduciendo las participaciones en instituciones financieras y eliminando los instrumentos híbridos de capital, incluidas las acciones preferentes existentes, mientras que incorporaría las ayudas públicas en vigor, aunque detallaría su importancia en los resultados de las pruebas. Únicamente los instrumentos comerciales de la máxima calidad quedaban incluidos en esta definición de CT1, lo que suponía que estos instrumentos debieran ser simples, emitidos directamente por las entidades y capaces de cumplir clara e inmediatamente con los criterios de permanencia, flexibilidad de pagos y absorción de pérdidas.

(1) Téngase presente a este respecto que, en efecto, fue la Autoridad Bancaria Europea constituida a principios de 2011 la responsable de coordinar estas pruebas de resistencia de los bancos europeos, que se efectuaron a principios de 2011. A lo largo de este tiempo la Comisión Europea estuvo trabajando con el Comité Europeo de Supervisores Bancarios acerca de la metodología a seguir en el desarrollo de dichas pruebas. El principal objetivo perseguido por la Comisión fue poder efectuar estas pruebas de resistencia de los bancos de manera más regular, así como más amplia y profunda, con una periodicidad anual e introduciendo el criterio de liquidez.

Para la EBA la definición de *core Tier 1* que se aplicó ya con anterioridad a las pruebas de resistencia efectuadas en junio de 2010 no era la que preveía Basilea III. Mientras en algunos aspectos los requisitos eran más duros (como el descuento que se aplica por las participaciones financieras), en otros son menos estrictos (sobre todo respecto a otro tipo de deducciones, como los activos fiscales diferidos). En consecuencia la EBA exigiría que los 90 bancos europeos que participasen en estas pruebas tuviesen, como mínimo, una *ratio* de *capital core Tier 1* del 5%, tras asumir las hipotéticas pérdidas que causaría una nueva recesión. Para calcular el capital la EBA sólo tendría en cuenta las acciones ordinarias y reservas de cada entidad, sin incluir acciones preferentes ni instrumentos híbridos (como deuda convertible en capital). Los bonos en manos de inversores privados que no se convirtiesen en acciones antes del final de estos test de estrés (a celebrar en junio de 2011) no serían incluidos en la *ratio* de capital. Por el contrario, si la deuda convertible fuese suscrita por el Gobierno, la EBA sí la consideraría como capital, al considerar los supervisores utilizarán esos instrumentos para absorber pérdidas y proteger a los bancos en casos de dificultad.

Por lo que respecta a nuestro país el supervisor español exigió que las entidades españolas cotizadas alcanzasen una *ratio* de capital del 8% en 2011, si bien dicha medida resultaba menos estricta que la de la EBA e incluía deuda convertible de inversores privados y públicos. Aquellas entidades que no llegaran al 5% de capital en el test de estrés de la EBA habrían de tomar medidas para reforzar sus recursos propios. La Autoridad europea podría aceptar que los bancos emitiesen deuda convertible para corregir el déficit de capital después del test en el supuesto de que los supervisores nacionales lo permitiesen.

Por otro lado la EBA tampoco aceptó como capital las acciones sin derecho a voto que existiesen en algunas entidades alemanas, lo que podía llegar a dificultar que dichas entidades aprobasen los test. En este sentido determinadas voces ya habían señalado que los test de estrés no servirían para que se conociese toda la verdad sobre las entidades, ya que las potenciales pérdidas en la deuda soberana que estimase el ejercicio no afectarían a los bonos que estuviesen hasta su amortización en el balance, sólo a los de la cartera de *trading*.

Ciertamente destacaba el dato relativo a que se penalizase la tenencia de deuda soberana en las carteras de *trading* y no se hiciese lo mismo con las que se encuadran como parte de la cartera a vencimiento. Téngase presente que, a lo largo de estos últimos tiempos, han sido numerosos los bancos europeos que han traspasado deuda de un lado a otro con el exclusivo objetivo de parecer más solventes sin serlo realmente. Asimismo destacaba el hecho de que las emisiones de convertibles que han llevado a cabo muchos de los bancos españoles en los últimos tiempos no fueran a ser consideradas como capital base. De este modo, muchas de las citadas entidades sufrirían un descenso en la *ratio* que esperaban obtener en los test, ya que sólo computarían esos convertibles si son adquiridos por el Estado.

Por lo que respecta a la decisión de restar al capital base la previsión de dividendos distribuidos, en principio, y salvo que fuese objeto de modificación, suponía tener en cuenta los dividendos pagados a los accionistas en los tres últimos ejercicios, escogiéndose de entre los mismos la cifra intermedia, ni la más elevada ni la menor, y descontándose de los recursos propios. De esta forma se penalizaba a la entidad que estuviese saneada y que podía repartir dividendos, resultando en cambio favorecida aquella otra que no hubiese podido remunerar a sus accionistas durante el periodo.

Como a buen seguro se recordará los test realizados en junio de 2010 entre los bancos mostraron que sólo 7 de 91 entidades estaban por debajo de una ratio de 6% de *Tier capital*, la medida oficial para mostrar la fortaleza de un banco. La ratio *Tier 1* incluye capital, reservas y participaciones preferentes sobre activos ponderados por riesgo[(2)]. Sin embargo dichos resultados perdieron rápidamente parte de su credibilidad cuando, poco tiempo después, dos bancos irlandeses que habían pasado el test con éxito tuvieron que ser ayudados en el marco del rescate internacional que vivió Irlanda[(3)].

Durante dichas pruebas de solvencia efectuadas a las entidades financieras, y ante la existencia de escenarios adversos, se tomó como referencia el coeficiente de solvencia *Tier 1*, calculado como la proporción resultante entre el capital, reservas, beneficios no distribuidos, cuotas participativas (en el caso específico de las cajas de ahorros) y participaciones preferentes perpetuas en relación con los activos ponderados por riesgo (básicamente créditos), fijándose a tal efecto un nivel mínimo del 6%. Aquellas entidades financieras que superaron dicho nivel mínimo aprobaron; en cambio, en relación con aquellas otras que no lo superaron se concluyó que necesitaban capital. Los escenarios macroeconómicos adoptados por las autoridades europeas fueron dos, a saber, uno de referencia y otro adverso. El llamado «escenario tensionado» tomó como referencia las variables macro previstas, si bien se añadieron supuestos de tensiones no extremas. Por lo que respecta al «escenario tensionado adverso» se tradujo, por lo que respecta a nuestro país, en una caída del Producto Interior Bruto (PIB) acumulada en 2010 y 2011 de 2,6 puntos porcentuales, lo que se sumó a la fuerte contracción de nuestra economía en 2009 (–3,6%). Incluso concurrió un tercer escenario que añadió al segundo una crisis de la deuda, siendo este último el que se utilizó para entrar a determinar las necesidades de capital adicionales.

Pues bien, de cara a la realización de los test de 2011, que serían coordinados por la Autoridad Bancaria Europea, la cual vino a reemplazar al anterior Comité de Supervisores Europeos Bancarios, CEBS), se pretendía ofrecer resultados más robustos. La EBA planeaba analizar los bancos frente a un escenario normal y frente a un entorno macroeconómico extremadamente negativo. Además, pretendía tener en cuenta posibles shocks en la

---

(2) Durante dichas pruebas celebradas en el mes de junio del año 2010 sólo 7 de las 91 entidades examinadas suspendieron las mismas si bien, por ejemplo, dichas pruebas no sirvieron para detectar los graves problemas padecidos por los bancos irlandeses, los cuales se sitúan en el origen de la crisis de las finanzas públicas de dicho país y del posterior rescate de su economía. Ciertamente lo ideal sería que estas pruebas se efectuasen en términos homogéneos y equivalentes en todos los países de la Unión Europea.

(3) Como es sabido, Irlanda ha sido uno de los Estados miembros más gravemente afectados por el desarrollo de la crisis financiera. A lo largo de un plazo de apenas dos años pasó de ser la economía con mayor crecimiento y productividad de la Unión Europea a ofrecer una situación extremadamente frágil, que finalmente terminó requiriendo el rescate por parte de los socios comunitarios mediante el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera creado por el conjunto de los Estados miembros en mayo de 2010. Con fecha de 28 de noviembre de 2010 los Ministros del Eurogrupo acordaron ofrecer la asistencia financiera solicitada por Irlanda el día 22 del citado mes, al estimar que la concesión del citado préstamo al Estado irlandés representaba una garantía para la salvaguarda de la estabilidad financiera de la zona euro y de la propia UE en su conjunto. El Programa de asistencia a Irlanda fue aprobado el 28 de noviembre de 2010 por unanimidad en el Consejo de Ministros de Asuntos Económicos y Financieros de la UE, cubriendo las necesidades de financiación hasta los 85.000 millones de euros, incluyendo 10.000 millones para medidas de recapitalización inmediata, 25.000 millones para apoyo al sistema bancario y 50.000 millones para cubrir necesidades financieras. Las contribuciones de fondos provendrían del propio Estado irlandés (17.500 millones de euros), de los mecanismos de estabilidad europea y de préstamos bilaterales del Reino Unido, Dinamarca y Suecia, así como del propio Fondo Monetario Internacional (22.500 millones de euros cada uno).

evolución del mercado inmobiliario de cada país, así como en los tipos de interés y en el nivel de endeudamiento de los Estados.

De conformidad con lo manifestado por la Autoridad Bancaria Europea estos test de estrés a la banca habrían de llevarse a cabo entre los meses de marzo y junio de 2011 sobre bancos que representasen el 65% del total de los activos europeos, y el 50% de cada país, en promedio. La EBA insistió en que se analizarían las entidades como grupos consolidados, excluyendo las actividades de seguro. Las pruebas serían realizadas por la EBA, en coordinación con el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB), el Banco Central Europeo y la Comisión Europea, dándose a conocer los resultados de las pruebas a mediados de junio de 2011.

Como ya se ha señalado las anteriores pruebas de resistencia de la banca practicadas en 2010 suscitaron numerosas críticas, sobre todo por la escasa valoración del riesgo soberano. De hecho, los test fueron aprobados por los bancos irlandeses que, finalmente, abocaron el país al rescate. A tal efecto la EBA aseguró que en los test de 2011 existía un foco de atención específico al riesgo de la deuda pública, con la inclusión de posibles shock soberanos. No se incluía el riesgo de liquidez como variable autónoma, aunque sí se analizarían las consecuencias en cada banco por el incremento de los costes de financiación, en función de la estructura de *funding* de cada entidad.

Con carácter general estos test preveían dos escenarios. El básico tomó como referencia las previsiones de otoño de 2010 de la Comisión Europea. En concreto, la Comisión estimó un crecimiento económico en la UE del 1,7% en 2011 y del 2% en 2012; una tasa de paro del 9,5% en 2011 y del 9% en 2012, y una inflación del 2% en 2011 y del 1,75% en 2012. Y en el llamado escenario «adverso» o «tensionado» se incluían tres tipos de problemas: una serie de *shocks* en la Zona Euro, debidos principalmente a la crisis de la deuda soberana y la depreciación del mercado de la vivienda; caída de la demanda global por problemas en Estados Unidos y depreciación del dólar frente a las otras monedas.

La aplicación de estos impactos provocaría, *a priori,* una caída del PIB europeo del 0,4% en 2011 y falta de crecimiento en 2012. A su vez, el paro alcanzaría el 10% en 2011 y el 10,4% en 2012 y la inflación se situaría en el 1,4% en 2011 y en el 0,35% el año siguiente. La EBA insistió en que el escenario adverso se había endurecido frente a las pruebas realizadas en 2009. También aseguró que la definición de capital, basada en el concepto de *core Tier* 1 que introduce Basilea III, resultaba más restrictiva, destacando además que se analizasen los balances de los bancos a finales de 2010 sin tener en cuenta las eventuales acciones que las entidades realicen *a posteriori* para mitigar sus riesgos.

Con carácter general la Banca alemana se manifestó contraria a la realización de estas nuevas pruebas de estrés y, especialmente, contra los criterios de dichos nuevos test de estrés anunciados por la Autoridad Bancaria Europea. Las entidades germanas criticaron duramente que la EBA quisiese endurecer el requisito mínimo de capital fijado para superar los test. Como ya se ha señalado las citadas pruebas miden el *core Tier 1*, es decir, el capital principal compuesto por capital y reservas, sin la inclusión de instrumentos híbridos.

Ya en su día se preveía a este respecto que no computarían las llamadas «participaciones silenciosas». Se trata de unos instrumentos híbridos utilizados especialmente por los bancos regionales alemanes y por el propio *Commerzbank*. De esta forma la EBA se adelantó a la entrada en vigor de las nuevas normas de capital de Basilea III, que empezaría

a exigir una ratio de *core Tier 1* del 7% a partir de 2013. La banca alemana consideró, sin embargo, que la utilización de este criterio en los test de estrés la discriminaba.

II. PRINCIPALES RASGOS CONFIGURADORES DE LAS PRUEBAS DE ESTRÉS PRACTICADAS EN 2011

Los test de estrés realizados en el año 2011 al conjunto de las entidades financieras europeas se iniciaron de manera efectiva en el mes de abril de dicho año, haciéndose públicos los resultados durante el mes de junio de dicho año. Su objetivo fue conferir mayor credibilidad a la realización de las pruebas y que éstos sirviesen para recapitalizar los bancos más débiles. Con carácter general los parámetros básicos de las pruebas serían muy similares a los utilizados en 2010, evitándose nuevamente contemplar un escenario de impago de la deuda soberana, por considerarse un tema sensiblemente político.

En todo caso dichas pruebas se desarrollarían, como se ha indicado, en dos escenarios: uno básico y uno estresado. El escenario de estrés, que fue diseñado por el Banco Central Europeo, incorporaba una desviación significativa frente a las previsiones del escenario básico y problemas específicos por cada nación derivados de crisis inmobiliarias, de tipos de interés o de deuda soberana.

Ciertamente la primera ronda de test a la banca realizada en junio de 2010 ayudó a aliviar las tensiones en los mercados de financiación mayorista. Sin embargo las pruebas efectuadas perdieron credibilidad ante el colapso del sistema financiero irlandés, cuyos principales bancos habían conseguido superar el examen europeo. Dada esta situación las pruebas de resistencia a la banca europea a celebrar en abril de 2011 planteaban un escenario más duro desde el punto de vista macroeconómico de la deuda. Entre los criterios que la Autoridad Bancaria Europea utilizaría para estos últimos *stress test* a la banca figuraba un escenario con una contracción del PIB europeo del 0,5% en 2011. Con carácter adicional se incluiría una caída del 15% de las bolsas europeas. El escenario en el que la EBA, en colaboración con el Banco Central Europeo, valoraría la capacidad de resistencia de las principales entidades financieras también preveía una subida de 75 puntos básicos de la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo de las economías europeas. Asimismo se incluía la posibilidad de una drástica caída de los mercados inmobiliarios.

La EBA puso en marcha estos test de estrés durante la primera semana de marzo de 2011, y unas semanas después procedió a explicar los detalles de los dos escenarios en los que se valoraría la resistencia de la banca, así como el listado de las entidades que se someterían a la prueba. Algunos parámetros de las citadas pruebas de estrés en Europa que, como ya sabemos, analizan la resistencia de las entidades en escenarios económicos adversos, fueron sin embargo «suavizados» por los reguladores a pesar de que los test realizados en 2010 fueron criticados por los mercados por ser demasiado laxos. En efecto, determinados escenarios bajo los que debían examinarse los balances de los bancos resultaban más benignos que aquellos que fracasaron el año pasado a la hora de recuperar su credibilidad ante los inversores. El peor escenario manejado en dichas pruebas preveía caídas bursátiles del 15%, frente al 20% previsto en las anteriores pruebas, mientras que los criterios macroeconómicos, que contemplaban una caída del PIB del 0,5% en 2011 y del 0,2% en 2012 eran también más benignos, en línea con la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía de la Zona Euro.

Así las cosas estimamos que los bancos iban a tener más dificultades para alcanzar esa ratio, que mide los recursos propios de mayor calidad, con respecto al criterio utilizado en las pruebas de solvencia del año 2010, que no lograron tranquilizar a los mercados sobre la salud del sector financiero europeo. Recuérdese que durante dicho no se tuvo en cuenta el capital básico (*core capital*) y sólo se exigió a los bancos demostrar un colchón del 6% de capital *tier one*, según una definición mucho más amplia ante la eventualidad de un escenario adverso.

A priori podría estimarse que las pruebas a realizar durante el año 2011 podían igualmente resultar confusas, ya que las definiciones de lo que cuenta como capital básico variaban de un país a otro y los reguladores no se habían puesto de acuerdo sobre cómo tratar esas diferencias. En este sentido un mínimo del 5% podría ser una «buena predicción» de lo que iba a exigírsele a la banca[4]. Téngase presente además a este respecto que el acuerdo Basilea III aplicable a los bancos globales establece un 7% de capital básico *tier one*, al que habrá de llegarse gradualmente de aquí a 2019.

Ochenta y ocho bancos de toda Europa fueron sometidos a estas pruebas de solvencia, que determinarían qué entidades tenían suficientes reservas de capital y cuáles necesitarían una recapitalización para hacer frente a eventuales crisis. El principal objetivo perseguido no era otro que avanzar en la dirección del Basilea III que, como es sabido, elimina algunos tipos de capital híbrido que contribuyen a lo que se conoce como capital básico (*«tier one»*)[5]. Y, a pesar de que el borrador de escenario macroeconómico era en 2011 menos pesimista que el del año 2010, la discrepancia entre las expectativas básicas de las autoridades y el escenario de estrés podía terminar siendo mayor este año, resultando en consecuencia más onerosa.

En resumen, los escenarios sobre los que se iban a examinar las entidades financieras planteaban una situación que no era previsible que se produjese en un plazo razonable y, como consecuencia, que fuese muy difícil que se alcanzase una nota buena. La posición respecto al escenario de riesgo variaba según se pensase que se fuese a pasar con un tímido aprobado o con una buena nota. Las condiciones impuestas al efecto (caída del PIB en 2011 y 2012, fuerte reducción de los precios en el sector inmobiliario y subida de los tipos de interés) resultaban especialmente duras y no configuraban precisamente un escenario fácil para alcanzar los mínimos de capital exigidos por los reguladores. De cara a la realización de las futuras pruebas que, *a priori*, habrían de presentar unas condiciones homogéneas y equivalentes, la Comisión Europea defendió la inclusión del grado de exposición al sector inmobiliario. A este respecto conviene recordar que fue el Banco de España el supervisor que sometió a la Banca a un ajuste más duro de los precios inmobiliarios, a pesar de que el CEBS advirtió de que no existían datos inmobiliarios que permitiesen acometer la creación de un modelo homogéneo para Europa, lo que terminó motivando que las diferencias de caídas de precios resultasen significativas.

Desde nuestro punto de vista un aspecto criticable de las pruebas a realizar era el relativo al hecho de que no se hubiese aprovechado esta segunda oportunidad para homogenei-

(4) Así se encargó de precisarlo el Diario *Financial Times* en su edición de 10 de marzo de 2011.

(5) Como ya se ha señalado, una de las principales críticas efectuadas a las pruebas del año 2010 fue la relativa a que la definición de capital *tier* uno resultaba ya anacrónica a la luz de las reformas reguladoras.

zar el nivel de activos analizados. Así, mientras que en el caso de España se analizaría el 95% de los activos totales del sistema, en otros países ese número superaría ligeramente el 50%, que es el mínimo exigido por la regulación. Y, en tanto en cuanto el objetivo último perseguido en el presente caso no era otro que el de la integración, sería deseable que los perímetros fueran equivalentes.

Recapitulando, a través de la realización de estas pruebas la EBA endureció los criterios con los que se medía la exposición de las entidades financieras a la crisis de deuda pública. Con carácter general, se mantuvo la premisa de que ningún Estado europeo pudiera quebrar. Sin embargo, los bancos fueron obligados a realizar estimaciones internas de las pérdidas potenciales que les supondría un *default* de este tipo. La EBA tuvo en cuenta la actual definición de *Tier 1* en la UE deduciendo las participaciones en instituciones financieras y eliminando los instrumentos híbridos de capital, incluidas las acciones preferentes existentes, mientras que incorporó las ayudas públicas en vigor. Sin embargo, dejó fuera de esta definición algunos aspectos que no resultaban comparables entre países como las provisiones genéricas, instrumentos financieros híbridos como las «participaciones silenciosas» o las desinversiones, entre otros aspectos, que sí se contemplaron en otro cuadro, en el que se definió en cuántos puntos porcentuales contribuyen al *ratio* de capital.

Ha de destacarse, sin embargo, que, pese a que las citadas pruebas endurecieron el examen de la exposición a la deuda soberana, no contemplaron la posibilidad de un *default* soberano, justo cuando el riesgo de que esto se produjese en la Zona Euro se había incrementado. Y, ciertamente, al objeto de que los test de estrés ayudasen a reabrir los mercados de financiación, era necesario que el mercado les dé credibilidad.

Frente a los planteamientos iniciales de la Autoridad Bancaria Europea y del criterio del Banco de España, el regulador europeo comunicó finalmente a bancos y cajas que no aceptaría computar como capital *core Tier 1* (la *ratio* de solvencia empleada en la prueba) la provisión genérica, esto es, la hucha que las entidades españolas acumulan en épocas de bonanza para los tiempos de crisis. La EBA sólo admitiría contabilizar la provisión genérica en una categoría menor, como colchón de absorción de pérdidas. Éste incluiría fondos complementarios de apoyo al capital, pero en ningún caso fueron contabilizados en el test. Para aprobarlo, había que superar un 5% de *core Tier 1*. Las provisiones anticrisis del sector (las no ligadas a créditos impagados) alcanzarían unos 27.000 millones, el equivalente a más de 100 puntos básicos de capital. Según cálculos públicos del Banco de España, el sector necesitaba 20.000 millones para aumentar en un 1% su *core capital* (capital de calidad).

Tras el cambio de guión de la EBA el Banco de España se vio obligado a tratar de convencer al regulador europeo, el cual se mostró sin embargo escéptico, debido a la necesidad ineludible de otorgar credibilidad a los test. La EBA alegó que la provisión genérica es específica de España y que, por tanto, no podía incluirse en una comparativa homogénea. Por su parte el Banco de España argumentó que la provisión genérica se ajustaba perfectamente a las características que Europa exigía a los fondos *core Tier 1*: capacidad para absorber pérdidas y disponibilidad inmediata.

Aquellas entidades que no consiguieron superar las pruebas de resistencia de la Autoridad Bancaria Europea y del Banco Central Europeo apenas tuvieron seis meses para cubrir los fallos de solvencia. Los planes de recapitalización tenían que ser presentados antes del 31 de septiembre de 2011. Una vez finalizado dicho plazo las citadas entidades tenían tres

meses para aplicar dichos planes. Y, en el supuesto de que un determinado banco presentase un plan de recapitalización poco creíble, las autoridades nacionales competentes tenían que estar listas para intervenir y garantizar la estabilidad financiera de la UE, teniendo presente a este respecto que si los principales bancos fuesen incapaces de implementar un plan de capital creíble en los plazos fijados, los Gobiernos tendrían que estar listos para tomar las medidas necesarias de cara a mantener la estabilidad financiera. Con carácter adicional aquellas entidades que, aun superando las pruebas de resistencia, se quedasen cerca del suspenso, serían sometidas a un plan de vigilancia especial para prevenir un eventual deterioro adicional del capital. Dentro de este grupo quedaron incluidos aquellos bancos cuya ratio de *core Tier 1* se quedó poco por encima del mínimo del 5% en un escenario estresado.

A priori, respecto de aquellas entidades financieras que no superasen los test la primera reacción debería ofrecerla el sector privado. Y, en el supuesto de que ésta no cuajase, entonces intervendría el Sector público, gracias a ayudas de Estado, que habrían de estar aprobadas por la Comisión Europea, para asegurarse de que se trataba de ayudas autorizadas. En efecto, aquellos bancos examinados que no hubiesen superado un nivel de capital básico *core Tier 1* del 5% en los escenarios adversos de las pruebas de solvencia disponían de tres meses para elaborar un plan de recapitalización. Los Ministros de Economía de los Veintisiete se comprometieron además a acudir al rescate de las entidades con problemas. El Ecofin confirmó que se adoptarían las medidas correctivas necesarias tras los resultados de las pruebas, las cuales privilegiarían soluciones del sector privado, si bien incluirían también un marco sólido para prestar apoyo gubernamental en caso de necesidad.

Desde la Eurozona se argumentó que no se aceptaba la provisión genérica para dar mayor homogeneidad al ejercicio. Por su parte dentro del sistema financiero español se estimaba que dejar a un lado las especificidades de los distintos países distorsionaba los resultados del test. Las voces más críticas llegaron, incluso, a desvincular la decisión de la EBA de cualquier criterio técnico, justificándose por factores políticos y un intento de que la banca española no saliese bien retratada en la prueba.

En todo caso las subvenciones públicas otorgadas a la banca debían respetar las normas de la UE sobre ayudas de Estado, lo que significaba que las entidades beneficiarias debían reestructurarse y reducir su tamaño.

III. VALORACIÓN DE LOS RESULTADOS DERIVADOS DE LA PRÁCTICA DE LAS PRUEBAS DE ESTRÉS DE 2011

Como ya se ha señalado el principal objetivo de estas pruebas no fue otro que comprobar si las instituciones tienen capital suficiente para resistir una hipotética crisis de los mercados de deuda soberana, lo que provocaría una contracción del 4% de la actividad económica en los dos próximos años. Para aprobarla, los bancos debían demostrar que podían mantener una ratio de capital de base del 5% de sus activos ponderados por riesgo, en dos entornos: un escenario estresado base y otro adverso. Aquellas entidades financieras que no lo superasen habrían de incrementar sus fondos propios, realizar una reestructuración o recibir ayudas.

Esta segunda ronda de test de estrés pretendía ser más rigurosa que la que se realizó en julio de 2010, en la que sólo suspendieron 7 de los 91 bancos examinados (de los cuales cinco eran cajas españolas) y en la que no se detectaron los problemas de la banca irlandesa que obligaron a rescatar el país semanas después. Asimismo en dichas pruebas no se contemplaba la hipótesis de una quiebra de Grecia, pero sí se desveló la exposición de la banca a la deuda pública de los países periféricos.

La realización de estas pruebas afectó a 91 instituciones financieras, que representaron el 65% del sector en Europa. España fue el país que evaluó más instituciones: 25 en total (siete bancos tradicionales, diez fusiones de cajas y ocho cajas independientes).

Finalmente, tras la publicación de los resultados de dichas pruebas con fecha de 15 de julio de 2011 la mayoría de los bancos europeos salieron bien parados. Como ya se ha señalado, las pruebas anteriores de julio de 2010 quedaron desacreditadas por no abordar la capacidad de los bancos de la UE para resistir un impago soberano. La EBA, que había recibido el mandato de llevar a cabo unos test de estrés más severos y creíbles que los de 2010, prolongó dicha negativa, pese a que ese escenario parecía ahora inevitable en el caso de Grecia. Únicamente consideró quitas sobre la exposición a la deuda soberana y bancaria en las carteras de negociación especulativa, y mayores provisiones en sus cuentas, donde estaba cerca de un 80% de ese riesgo. Además, no se evaluó la capacidad de las entidades crediticias para sobrevivir a una corrección de las bolsas cada cuatro años.

A pesar de ello nueve de los 91 bancos sometidos a los test (si se cuenta al *landesbank* alemán Helaba) quedaron por debajo del 5% de la ratio de capital de máxima calidad exigido (bajo Basilea II). Dentro de este grupo de entidades quedaron incluidas cuatro cajas de ahorros y un banco españoles, dos entidades de crédito griegas, una austriaca y un banco alemán[(6)]. Juntas, estas entidades tenían que conseguir la suma de 2.500 millones de euros de capital, frente a los cálculos de los analistas de al menos diez veces esa cifra. Se trataba además, en la mayoría de los casos, de entidades no cotizadas.

Dichos exámenes impulsaron una recapitalización preventiva de los bancos europeos, especialmente en Italia, que ascendió a 50.000 millones de euros. Las 16 entidades con una proporción de capital de entre el 5% y el 6% tendrían que reforzar sus ratios.

Por otro lado, a resultas de la realización de dichos exámenes quedó puesto de manifiesto que el riesgo soberano de la banca española dependía fundamentalmente de España.

---

(6) Concretamente se trató de las entidades griegas ATE y Eurobank EFG y de la entidad austríaca Volksbanken. Según la EBA, en el supuesto de un escenario económico adverso, esos bancos no lograrían superar el límite del 5% de la ratio que mide la proporción de recursos propios de mayor calidad, según los criterios utilizados en las pruebas. Junto a ellos, la alemana Helaba renunció a presentarse por discrepancias con la EBA. En España, el 95% del sistema financiero se sometió a las pruebas, un porcentaje superior al del resto de los países europeos. En Portugal, por ejemplo, las cuatro entidades que habían superado el test (Espirito Santo, Banco Comercial Portugués, Banco Portugués de Inversiones y Caixa Geral de Depósitos) no cubrían el 75% del sector financiero del país. En paralelo, y según la EBA, otros 16 bancos europeos tenían entre el 5 y el 6% de ese capital de máxima calidad (*core capital* CT1). Por lo tanto, a pesar de que se superó la marca mínima de *core capital*, tendrían que tomar medidas. Estas entidades estaban radicadas en Chipre, Alemania, Grecia, Italia, Portugal y Eslovenia. La necesidad de capital de las entidades españolas era de 1.564 millones de euros, mientras que las otras tres europeas requerirían los 900 millones restantes. La estimación realizada fue que entre 5 y 15 entidades de pequeño tamaño no pasarían la prueba. Todos los grandes bancos lograron superarla. Los analistas coincidían sin embargo en el hecho de que, a pesar de que este resultado aportaba transparencia, el Fondo Monetario Internacional había advertido de que Europa estaba dilatando demasiado las reformas para reconstruir su sistema bancario.

Su inversión neta en deuda pública de los países de la Unión Europea que habían tenido que ser rescatados (Grecia, Irlanda y Portugal) representaba sólo un 2,4% del total de su cartera en bonos soberanos de países europeos. Es decir, 5.940 millones de euros de un total de 244.450 millones. La exposición a la deuda emitida por las Administraciones españolas representaba el 91% de su cartera europea. En este sentido desde el Banco de España se restó importancia al impacto que podía tener en el balance de los bancos y cajas españoles la crisis soberana que vivían algunos países de Europa, a diferencia de lo que sucedía con las entidades francesas y alemanas(7).

De este modo, con fecha de 15 de julio de 2011 Europa volvió a pasar revista a su sistema financiero. Los resultados de los test de estrés presentados supusieron una reválida, tras el examen que pasó la banca europea en junio de 2010. Como ya se ha señalado aquella prueba recibió críticas desde diversos frentes, que ponían en duda su validez. Entre otras cuestiones, uno de los principales reproches hacia la metodología del examen se dirigió al tratamiento que se había dado a la deuda soberana en posesión de las entidades. Los escenarios previstos en el test de 2010 no contemplaban la posibilidad de un impago, lo que resultó poco convincente para gran parte del mercado.

En esta ocasión, las autoridades tampoco plantearon la posibilidad de un *default* en la deuda soberana. Sin embargo, sí que trató de reforzarse la transparencia y credibilidad de la prueba exhibiendo en detalle la exposición de cada una de las entidades examinadas a la deuda soberana, tanto aquella clasificada como activos disponibles para la venta, como la situada en la cartera a vencimiento. La Autoridad Bancaria Europea se mostró en esta ocasión más exigente en sus criterios de capital. Frente a la ratio *Tier 1* (capital y reservas, más híbridos y preferentes), en base a la cual se realizó el anterior test, la nueva prueba restringió el capital computable a la ratio *core Tier 1*, que sólo comprendía capital y reservas. Estas modificaciones dieron como resultado tan sólo un suspenso más que en 2010. En dicho año los test concluyeron que siete entidades europeas precisaban 3.500 millones de euros(8). También entonces, el principal grupo de suspensos se concentró sobre la banca española. Caja España-Duero, Banca Cívica, Unnim, Catalunya Caixa y Cajasur se alinearon con las entidades necesitadas de capital adicional. Precisaban entonces de 1.835 millones de euros.

Pues bien, con fecha de 15 de julio de 2011 Unnim y Catalunya Caixa repitieron entre las firmas suspendidas. Junto a ellas, Banco Pastor, CAM y Caja3 pasaron a completar la

(7) Así, por ejemplo, CAM, que suspendió el test de estrés y que por aquel entonces iba a ser nacionalizada, había comprado deuda de países europeos por 6.077 millones de euros, más del 90% procedente de España. Del resto de entidades que habían suspendido el examen de solvencia, CatalunyaCaixa tenía una exposición de 2.850 millones de euros; Unnim, de 2.598 millones de euros; Pastor, de 2.443 millones de euros; y Grupo Caja 3, de 1.523 millones de euros.

(8) Con carácter adicional, las 91 entidades financieras analizadas en los test de estrés tenían en diciembre de 2010 una exposición a la deuda soberana de los países rescatados de la Unión Europea (Grecia, Irlanda y Portugal) que ascendía a 194.100 millones de euros. Pues bien, según el Informe de la EBA de 15 de julio de 2011 los 91 bancos que se habían sometido a las pruebas de resistencia tenían deuda griega por valor de 98.200 millones de euros, deuda irlandesa por un total de 52.700 millones de euros y deuda portuguesa por 43.200 millones de euros. En cualquier caso, las más expuestas a un eventual *default* eran las propias entidades financieras de cada uno de los países rescatados. El 77% de la deuda griega en manos de la banca local. Una proporción que alcanzaba el 61% en el caso de la deuda irlandesa y el 63% de la portuguesa.

terna de entidades españolas suspendidas. Sin embargo, a diferencia de entonces, no serían necesarias inyecciones adicionales de capital.

Lo cierto es que la EBA estableció unos criterios para los test de estrés de la banca que no habían sido consensuados por todos los Estados miembros; Alemania y España fueron dos ejemplos. Alemania quedó muy disgustada porque la EBA no iba a tener en cuenta los *silent capital* de sus bancos regionales controlados por sus políticos. Este *silent capital* representa un híbrido entre acciones y deuda sin derecho de voto. En el caso del Estado español, las desavenencias se produjeron porque no se tenían en cuenta las provisiones genéricas ni elementos como los bonos convertibles.

En todo caso, como ya se ha señalado, no había que recapitalizar bancos que suspendieran. Y es que los Estados quedaban facultados para eximir a un banco de capitalizarse a pesar de que hubiese suspendido las pruebas. En tanto en cuanto el Banco de España defendía que las provisiones genéricas tenían que contabilizarse como *core Tier 1* estimó a la entidad como aprobada, reconociéndose implícitamente que los test no miden bien el riesgo y las necesidades de capitalización. Tanto CatalunyaCaixa como Banco Pastor, por ejemplo, no necesitarían recapitalizarse a pesar de haber suspendido ya que, según dichas entidades, y de conformidad con lo manifestado por el Banco de España, ya tenían el capital necesario.

¿Para qué sirve entonces un test de estrés cuya razón última de ser es identificar bancos enfermos si, una vez identificados, se los exime del tratamiento, reconociéndose además de manera implícita que el test está mal diseñado? Téngase presente que los citados test no tuvieron en cuenta un posible *default* soberano en la Eurozona, cuando los bancos que se habían sometido a las pruebas tenían 194.100 millones de euros en deuda de países rescatados: Grecia (98.200 millones), Portugal (43.200 millones) e Irlanda (52.700 millones).

Como ya se ha señalado, ya en su día a resultas de las pruebas de estrés de julio de 2010 los tres grandes bancos irlandeses que tuvieron que ser rescatados en 2010 lo hicieron tras aprobar inmaculadamente dichos test. Con ese precedente, las pruebas de julio de 2011 tenían la obligación de superar todas las expectativas de rigor, seriedad y transparencia. Sin embargo el banco alemán Helaba canceló a última hora su participación en dichas pruebas. Y, como ya se ha señalado, Banco Pastor y CatalunyaCaixa se encargaron de manifestar por adelantado que aprobaban el test cuando, en realidad, lo habían suspendido.

El Banco de España aceptó que el perfil de riesgo español fuese mucho peor que el comunitario. Cabe estimar, no obstante, que el escenario base era menos duro que el estimado en 2010, cuando se llevaron a cabo las primeras pruebas de esfuerzo, mientras que el de riesgo era más duro que entonces. Y ello sobre la base de que se contemplaba una caída del precio de la vivienda del 20% acumulado en los dos años, previéndose que el de las oficinas alcanzase un 45%.

La patronal bancaria europea, esto es, la Federación Bancaria Europea (FBE), criticó con fuerza las pruebas de resistencia que la Autoridad Europea de Banca había organizado por segundo año consecutivo, al estimar que dichas pruebas no reflejaban la actual solvencia de la banca. La FBE apuntó que dichas pruebas se habían construido sobre escenarios extremos que superaban ampliamente la realidad, así como las exigencias mínimas legales en vigor en la actualidad. Al mismo tiempo la FBE subrayó que dichas pruebas podían contribuir a restaurar la confianza en el sector bancario. La patronal subrayó que el sector

había sido sustancialmente recapitalizado después de la crisis y que seguiría haciéndolo en los próximos años, según las normas internacionales, asumidas por los líderes del G-20.

Por otro lado la FBE señaló que el ejercicio de 2011 había sido más estricto que el de 2010, ya que los escenarios habían sido más adversos, incluyendo una caída del PIB del 4%, cuando en 2010 fue del 3%. La FBE estimó además que estas condiciones resultaban peores que las que se habían previsto para el ejercicio que se había realizado en paralelo en Estados Unidos y al que fueron sometidas las 19 instituciones financieras más grandes de ese país.

IV. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS ENTIDADES BANCARIAS EUROPEAS PREVIA A LA CUMBRE DEL EUROGRUPO DE OCTUBRE DE 2011

A resultas del agravamiento de la crisis de deuda, así como de los crecientes problemas de los bancos para financiarse y de la ralentización del crecimiento producida desde el segundo trimestre de 2011, cabía la posibilidad de que llegara a producirse una recapitalización masiva de bancos. Ello podía obligar a utilizar ya dinero del Fondo de Rescate de la UE, una vez se ratificara su flexibilización. Y ello debido a que tanto las pruebas de estrés a la banca como los acuerdos del Eurogrupo del 21 de julio de 2011 para reforzar el fondo de rescate no fueron suficientes para restaurar la confianza, siendo el margen de maniobra para afrontar las turbulencias mucho menor que al principio de la crisis en 2008-2009.

A medida que las tensiones en los mercados de deuda pública se fueron intensificando y que los riesgos de financiación bancaria aumentaron, el contagio se extendió a través de mercados y países y la crisis se convirtió en sistémica. Los problemas de deuda terminaron por contagiar, a su vez, al sector financiero, debido a la preocupación del mercado sobre la exposición de la banca a la deuda pública y al aumento de los costes de financiación. Los bancos europeos experimentaron problemas de financiación debido, entre otros, al estrés en los mercados mayoristas de liquidez, a los altos diferenciales en los mercados secundarios y, para algunas entidades de la UE, a la creciente dificultad para acceder a financiación de sus homólogos de EE.UU.

Tal y como se ha señalado las pruebas de resistencia celebradas en julio de 2011 no fueron suficientes para restaurar la confianza en las actuales condiciones turbulentas y terminaron quedando «obsoletas», porque el escenario de estrés en la cartera de deuda soberana ha sido ampliamente superado por los acontecimientos.

Todo ello podía llegar a provocar un peligroso bucle negativo entre el sector financiero y la economía real a través del cual los problemas de financiación y la creciente aversión al riesgo de los bancos condujese a un «desapalancamiento» negativo que generara una contracción del crédito, en algunos Estados miembros, con consecuencias para la recuperación económica y la calidad crediticia de los activos bancarios. Dada esta situación podría resultar conveniente llevar a cabo operaciones de recapitalización incluso de aquellas entidades que aprobaron los exámenes de resistencia.

Los supervisores nacionales podrían tener que revisar la posición de capital de las instituciones financieras en la actual coyuntura y la necesidad de reforzarla más. Y es que,

a la vista de la presión del mercado para un incremento en los umbrales de capital y para despejar cualquier duda sobre la estabilidad de la mayoría de las entidades, un refuerzo adicional de los recursos bancarios sería recomendable en esta coyuntura, especialmente tratándose de aquellas entidades bancarias que presentan una gran exposición a la deuda soberana de los países periféricos.

En base a ello desde la UE se recomendó revisar la posición de capital de las instituciones financieras en la actual coyuntura y la necesidad de reforzarla más. Y es que, a la vista de la presión del mercado para un incremento en los umbrales de capital, y para despejar cualquier duda sobre la estabilidad de la mayoría de las entidades, un refuerzo adicional de los recursos bancarios resultaba recomendable en esta coyuntura, especialmente en el caso de aquellos bancos que tuvieran una gran exposición a la deuda soberana de los países periféricos.

Así las cosas, Europa preparaba el terreno para una nueva recapitalización de su sistema financiero. Si bien el escenario existente resultaba todavía difuso, todas las actuaciones llevadas a cabo apuntaban en dicha dirección. El segundo reforzamiento llegaba casi sin tiempo de cerrar el primero. La banca europea había dedicado los últimos tres años a reestructurar, sanear y recapitalizar con dinero público y privado unos balances dañados por los activos ligados a las hipotecas *subprime*, y la severa crisis económica que provocaron. Cuando muchas entidades empezaban a recuperarse, se conoció que los activos que había que sanear eran las carteras de bonos soberanos. Y la continuación del deterioro del resto de activos bancarios constituía una seria amenaza si no se atajaba la crisis de deuda, las tensiones de financiación, la sequía de crédito y el riesgo de otra recesión económica.

En España, aún no se quería hablar formalmente de un nuevo proceso de recapitalización. La prioridad era finalizar el primero, esto es, aquel que se puso en funcionamiento en su día mediante la aprobación del Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el Reforzamiento del Sistema Financiero. Pero si en Europa se iniciaba una nueva oleada de reforzamiento, España se sumaría a ella.

A este respecto, la exposición a la deuda soberana no representaba la principal debilidad de la banca española. Su riesgo en Grecia, bajo amenaza de quiebra, no alcanzaba los 500 millones de euros. Si se sumaban las inversiones en los otros dos países rescatados (Portugal e Irlanda), la cifra subía a 6.000 millones de euros, suponiendo apenas un 0,02% de los activos totales de la banca española, que superaban los 3 billones de euros. La alarma sólo saltaría en caso de un contagio real a la deuda soberana española.

Bancos y cajas acumulaban bonos públicos por más de 220.000 millones de euros. Aunque algunos bancos extranjeros habían llegado a barajar en sus ejercicios de estrés quitas de la deuda española de hasta el 50%, nadie contemplaba como real esa posibilidad.

Dicha exposición inmobiliaria y las dificultades de la economía española para retornar a la senda del crecimiento, agudizadas ahora por la crisis soberana, representaban la gran amenaza del sector. El pico de la morosidad, previsto para la recta final de 2011 en la zona del 7%, se había retrasado hasta 2012. La caída de los ingresos, que también se suponía que había tocado suelo, era ahora más incierta. Los volúmenes de negocio no repuntaban por la ausencia de demanda solvente y el proceso de «desapalancamiento» de muchas entidades, y el respiro que habían dado las subidas de tipos de interés en Europa podría frenarse ahora

ante eventuales recortes del precio del dinero en la Zona Euro, una hipótesis no prevista a inicios de ejercicio.

A este respecto conviene recordar que la banca española tenía un capital de máxima calidad de 170.000 millones de euros y un colchón de provisiones de 94.000 millones de euros. Con ellos había que hacer frente a un balance en el que había 336.000 millones en deuda soberana; 308.000 millones que aún debían devolver los promotores; 70.000 millones en inmuebles; y 625.000 millones en hipotecas de familias, entre otros.

En este sentido cualquier reforzamiento de la exigencia del mercado fue escalando conforme se agudizaba la crisis. La referencia de contar con entre el 7% y el 8% de *core capital* (fondos de calidad) que se manejaba hacía un par de años dejó paso a niveles del 10%. Fue la exigencia mínima que también se marcó en España para las entidades sin inversores privados y con exposición a los mercados mayoristas.

Con carácter general el objetivo perseguido no era otro que transformar el Fondo Europeo de Rescate (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera), configurado con vocación de prestamista o garante, en mecanismo de capitalización directa de la banca.

Lo cierto es que desde el BCE se había venido solicitando que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera tuviese la capacidad de cumplir su función de salvaguarda de la estabilidad financiera de manera eficaz, dedicándose sus recursos, al objeto de tratar de maximizar su eficiencia, al reforzamiento de las nuevas emisiones de títulos de deuda pública, multiplicando así su efecto. En opinión del supervisor comunitario resultaba menos eficiente gastar la mayoría de los fondos disponibles en el mercado secundario o apoyando la capitalización de bancos. Así las cosas, se estimaba que el Fondo debía emplearse en apoyar las nuevas emisiones de bonos de los llamados Estados periféricos, si bien a cambio de la aplicación de una serie de condiciones estrictas en cuanto a medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales.

La situación existente se caracterizaba por la presencia de evidentes señales de presión o de estrés en muchos mercados de bonos de Estados europeos, poniendo de manifiesto la volatilidad en los valores que existían tensiones que se estaban extendiendo a los mercados de capitales en el mundo entero. Existía así una «sequía crediticia» que había agravado además el acceso a la financiación en los mercados y la interconexión de los sistemas financieros en la UE, incrementándose el riesgo de contagio. Ello ponía en serio peligro la estabilidad financiera de la UE e incidía negativamente en la economía real de Europa y más allá de Europa. En definitiva, se habían incrementado de manera considerable los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de la UE.

Desde nuestro punto de vista se hacía pues necesario incrementar los poderes del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, al objeto de que éste pudiera conceder préstamos a los gobiernos para recapitalizar bancos e intervenir en el mercado secundario.

Por otra parte, con fecha 11 de octubre de 2011 se conoció que el regulador bancario europeo quedaría facultado para demandar a aquellas entidades financieras de la UE que alcanzasen una posición de capital significativamente más sólida en una nueva serie de pruebas de solvencia. Concretamente la EBA pretendía que los bancos tuviesen un *ratio* de capital estructural (*Tier 1*) de, al menos, un 9% bajo un escenario de recesión, así como que aquellas entidades financieras que suspendiesen dicha prueba hubieran de reforzar su

capital[9]. Aquellas entidades que no alcanzasen este nivel tendrían que vender activos o buscar los recursos necesarios en el mercado. Se pretendía así que, al amparo de esta nueva prueba, quedase valorada la deuda de la periferia de la Zona Euro a precios de mercado. De este modo, usando una barrera mínima de un 9% así como los datos previos de las pruebas de tensión y los actuales precios de mercado de los bonos soberanos, cerca de 48 bancos suspenderían las pruebas y necesitarían recaudar 99.000 millones de euros.

En definitiva, la EBA estudiaba fijar el nuevo umbral en el 9%, en lugar del 5% de *core Tier* 1 (capital de calidad) utilizado en las pruebas de resistencia de julio de 2011. Ciertamente se trataría de un nivel muy elevado, pero habría que cotejarlo con el resto de condiciones exigidas, como por ejemplo la exposición a deuda soberana.

Inicialmente no quedaba claro bajo qué circunstancias se iba a exigir contar con ese capital mínimo. Una hipótesis barajada era que se realizase un nuevo test de solvencia estresando variables macroeconómicas y financieras e incorporando importantes recortes de valoración a los bonos soberanos periféricos. La EBA, sin embargo, había declarado que no estaba trabajando en un nuevo test de estrés, habiéndose limitado únicamente a solicitar datos a los bancos sobre su exposición a la deuda soberana para hacer el cálculo de las necesidades de capital.

Resultaba necesario, además, que la EBA otorgase a las entidades un plazo de entre seis y nueve meses para captar los fondos que necesitan. El objetivo era que se reforzasen acudiendo al mercado. Si no lo lograsen, se recurriría a capital público.

A priori, si los requisitos de capital mínimo se elevan y, además, se imponen recortes en la valoración de la deuda pública de los países periféricos (entre ellos España e Italia) las entidades financieras de la Unión Europea necesitarán importantes cantidades de nuevo capital que resultará difícil de obtener privadamente cuando, además, se amenaza con prohibir la distribución de dividendos si la entidad ha percibido o percibe alguna ayuda pública. Como es lógico, si el nuevo capital tuviera que ser suministrado por las autoridades nacionales o comunitarias, ello implicaría una nacionalización total o parcial de las entidades financieras.

Sucede no obstante que, en el presente caso, la principal cuestión conflictiva se centraba en la valoración preventiva de una deuda pública que, de hecho, los bancos habían tenido que adquirir casi obligadamente para ayudar a sus Estados emisores. Cabe preguntarse, en consecuencia, si resultaba necesario en el presente caso exigir más capital para compensar posibles pérdidas de esa deuda aún no realizadas. Y es que el hecho de continuar solicitando mayores requisitos de capital a los bancos podría terminar obstaculizando el crecimiento económico.

En definitiva, la desconfianza generada por la crisis de la deuda soberana cerraba los mercados de financiación lo que, a su vez, impedía que los bancos se financiasen a precios razonables y que, en consecuencia, pudieran dar crédito a las economías.

En este sentido, una alternativa podría ser reducir el valor de la deuda pública en los balances bancarios en el supuesto de que finalmente se produjese el *default* del Estado

(9) Recuérdese a este respecto que, como ya se ha indicado, la prueba de solvencia a la que la EBA sometió a 90 bancos durante el mes de julio de 2011 requirió que se mantuviese un capital estructural de un 5%, pero no aplicó pérdidas severas por las inversiones en deuda griega y otras obligaciones soberanas.

emisor y por la cuantía en que no fuera a reembolsarse su deuda, y no con carácter preventivo. En otras palabras, debe reflexionarse acerca de la necesidad de acumular más capital por encima de ciertos límites. Y, en todo caso, aquellas entidades que no resultasen viables habrían de poder salir del mercado sin necesidad de generar riesgo sistémico y evitando la necesidad de recurrir a dinero público(10).

En consecuencia, sin perjuicio de que resulte exigible una mayor ratio de capital de alta calidad a los bancos, ha de procederse al mismo tiempo a llevar a cabo una valoración prudente de toda la deuda soberana en poder de las entidades financieras. En este sentido, de cara a reforzarse los bancos podrían reducir su balance y el flujo de crédito, o bien ampliar capital con fuertes descuentos de precio, dilución para los accionistas y recorte de dividendos, siendo la nacionalización la última vía a considerar.

Ciertamente, por lo que respecta a nuestras entidades financieras, la mayor parte de ellas han mantenido en sus balances activos inmobiliarios que, a medio plazo, no parece que vayan a ser liquidados, existiendo además préstamos de alto interés concedidos por organismos públicos (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria y otros similares) para dotarles de liquidez. Se trata de una masa inmobiliaria que no puede fluir de manera inmediata en el mercado y que no debe ser objeto de operaciones de venta precipitada que terminen deteriorando la solvencia de dichas entidades. Tales activos (y sus consiguientes préstamos) deberán ser objeto de liquidación a lo largo de prolongados períodos(11).

¿Debía valorar la banca europea su cartera de deuda pública a precios de mercado? Adviértase que ello supondría, por lo que a nuestras entidades financieras se refiere, una depreciación de hasta un 5%. Desde el Ejecutivo español se defendía la necesidad de mantener intacta la valoración de nuestra deuda (de la que los bancos nacionales poseen una cartera de unos 230.000 millones de euros), aceptándose una depreciación de este tipo si se limita de manera extraordinaria a este año. A este respecto se ha de precisar que nuestra banca actualmente ya valora una parte de su cartera a precios de mercado, la que dedica a operar en los mercados y la que mantiene como inversión. No sucede lo mismo, en cambio, con la cartera de deuda que guarda hasta su vencimiento, y que sí se vería afectada por este recorte.

V. LA TRASCENDENCIA DE LOS ACUERDOS ALCANZADOS EN LA CUMBRE DEL EUROGRUPO DE OCTUBRE DE 2011

En la Cumbre del Eurogrupo celebrada en primer término con fecha 23 de octubre de 2011 se acordó acometer un plan de recapitalización a la banca que ascendería a 100.000

(10) Véase en este sentido LAGARES CALVO, M., «¿Bordeamos el precipicio?», diario *El Mundo,* 17 de octubre de 2011.

(11) En relación con esta cuestión apunta LAGARES CALVO, M., «¿Bordeamos el precipicio?», *op. cit.*, lo siguiente: «Una solución más rápida podría consistir en compensar tales créditos con inmuebles a su coste neto contable, descontando las provisiones ya efectuadas, que a estas alturas no serán pocas. Pero habría que plantear esta singular dación en pago, costosa para el contribuyente, exigiendo simultáneamente responsabilidades a los gestores que, con decisiones de enorme riesgo o simplemente interesadas, generaron este grave problema. Junto con una fuerte reducción de las emisiones de deuda pública por la efectiva disminución del déficit, ese cambio de créditos públicos por inmuebles podría hacer que rápidamente fluyeran más fondos hacia el sector privado».

millones de euros. A ello se ha de sumar el dato de que los test de estrés obligarían a las entidades a contabilizar una potencial pérdida de en torno al 2% del valor nominal de la deuda pública española. Asimismo se acordó que la emisión de bonos convertibles, en la que es muy activa la banca española, contabilizase como capital de calidad bajo las nuevas exigencias de Bruselas.

No obstante otra de las alternativas que se barajaba era la relativa a que nuestras entidades financieras hubieran de asumir igualmente la depreciación de los créditos concedidos al Sector público, la mayoría de ellos a las Comunidades Autónomas y Entes Locales. Concretamente, lo que se pretendería en este caso desde la EBA sería que la valoración de la deuda y los créditos a precio de mercado se efectuase de forma recurrente y dinámica, de manera que fuera actualizándose periódicamente el valor de la deuda en manos de la banca a los precios que marca el mercado. Ciertamente ello podría llegar a estigmatizar la deuda española, ya que cada colocación de deuda llevaría implícita la posibilidad de nuevas depreciaciones, lo que podría ahuyentar a los inversores.

Téngase presente a este respecto que los créditos otorgados al Sector público que, hasta fechas relativamente recientes, se consideraban de menos riesgo que los concedidos al sector privado, se han visto seriamente depreciados. Así, para calcular la necesidad de capital de la banca la EBA impuso a nuestras entidades financieras la obligación de valorar a mercado, con la correspondiente quita, no sólo la exposición a la deuda soberana de los países, sino también la financiación pública. Una novedad que quizás llevaría a invertir la tendencia al alza que este crédito acumulaba desde que empezó la crisis.

En la posterior Cumbre del Eurogrupo de 26 de octubre de 2011 se acordó que los grandes bancos de la Unión Europea tuviesen hasta el 30 de junio de 2012 para recapitalizarse y lograr una ratio de capital de calidad del 9% tras valorar a precio de mercado su exposición a la deuda pública. En el caso de España, eso supondría, tal y como se ha señalado, una depreciación de menos del 2% en sus bonos soberanos. Hasta que no lograsen el capital exigido las citadas entidades estarían sujetas a limitaciones por lo que se refiere al pago de dividendos y *bonus*. Para poder alcanzar el umbral exigido los bancos habrían de usar primero fuentes privadas de capital, incluyendo la reestructuración y conversión de instrumentos de deuda en capital. Y, en el supuesto de que fuese necesario, los Gobiernos nacionales habrían de prestar ayuda. Finalmente, no hallándose dicho apoyo disponible, la recapitalización habría de financiarse vía un préstamo del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

Así las cosas, se acordó un nuevo programa de recapitalización de los 70 mayores bancos europeos por un importe total de 106.000 millones de euros. De ellos casi una cuarta parte (26.161 millones) corresponderían a las necesidades de capital adicional de las cinco mayores entidades españolas (Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia y Banco Popular). Dichas entidades debían buscar estos nuevos fondos por su cuenta en el mercado, debiendo hacerlo además antes del 30 de junio de 2012, bajo la amenaza de que se prohíba el reparto de dividendos y *bonus* a quien no lo consiga. Y únicamente en el supuesto de que no fuesen capaces de lograr el dinero con aportaciones privadas, podrían recurrir al Estado en busca de fondos público. En última instancia se permitiría que el Fondo de Rescate concediese préstamos a quienes necesitasen dinero y no pudieran conseguirlo por sus propios medios ni a través de sus Estados.

Por otro lado las nuevas pruebas de solvencia incluían no ya sólo una obligación de apuntar un descuento sobre la deuda pública, sino también sobre los créditos que conceden los bancos a las Administraciones Públicas.

En resumen, las reservas debían ser de la máxima calidad. Y la deuda pública debía ser contabilizada a precios de mercado con fecha de 30 de septiembre de 2011, si bien únicamente como medida puntual y excepcional, debido a la crisis de deuda soberana. Asimismo se acordó ayudar a la financiación de la banca aportando garantías a sus emisiones de deuda al objeto de evitar una restricción de la liquidez y, en última instancia, garantizar que los bancos cuenten con dinero para ponerlo después en circulación a través de créditos a empresas y ciudadanos.

El sector bancario tenía así la posibilidad de captar liquidez en los mercados con garantías de la UE, lo que permitiría a las entidades financiarse a mejores precios. Además, podría contabilizar sus emisiones de bonos convertibles como capital de máxima calidad, tal y como reclamaba la banca española. Al objeto de recapitalizarse, y además de recurrir a los mercados, la EBA recordó que las entidades podrían también recurrir a la venta de activos. Por otro lado, y tal y como se ha apuntado, el Gobierno español logró que las obligaciones convertibles en acciones que vencían en octubre de 2012 computasen como capital de máxima calidad.

La Autoridad Bancaria Europea tomó en cuenta los mismos requisitos que en los últimos test de estrés de julio de 2011, que iban en línea con la normativa internacional de Basilea. Además, insistimos, se acordó permitir computar como capital las obligaciones convertibles, un tipo de deuda que al cabo de un tiempo se transforma en acciones. Esta novedad permitiría a la banca española reducir el importe de su factura en unos 9.000 millones de euros.

Este ajuste en la valoración iba a ser en todo caso temporal, debido a las actuales circunstancias de mercado, por lo que Europa no exigiría nuevos ajustes en el futuro, como pedía la EBA. Además, según el documento de la EBA, no se iban a realizar cambios en el tratamiento contable de estas carteras. La norma consideraba que son activos libres de riesgo.

En resumen, los bancos de la Eurozona tendrían que alcanzar un 9% de capital de máxima calidad antes de junio de 2012, después de haber declarado su exposición a la deuda soberana. La Autoridad Bancaria Europea calculó que este objetivo dejaría a los bancos con unas necesidades de 106.000 millones de euros, frente al agujero que calculaba el FMI, cifrado en más de 200.000 millones de euros. Y, dado que las nuevas pruebas de resistencia permitían parte de capital híbrido y la posibilidad de que los bancos redujesen su tamaño para cumplir el objetivo, no parecía que fuesen a producirse importantes ampliaciones de capital.

Otra de las medidas aprobadas en la Cumbre del Eurogrupo de 26 de octubre de 2011 fue la relativa a avales públicos para las emisiones de deuda de las entidades, con el objetivo de desbloquear el mercado mayorista de financiación e intentar que fluya el crédito. Dicho apoyo se ofrecería de forma coordinada y conjunta en cuanto a criterios, precio y condiciones. El objetivo de esta medida sería evitar una caída mayor del crédito en la Eurozona.

El ejercicio de refuerzo de capital iba a ser llevado a cabo por los supervisores bancarios nacionales bajo el auspicio de la EBA. Uno de los objetivos del plan es que la eleva-

ción de las ratios de capital no conlleve un excesivo «desapalancamiento» de las entidades. Tal y como se ha señalado las entidades tendrán que buscar primero los nuevos recursos de capital en el mercado, incluso a través de una reestructuración o mediante la conversión de deuda en capital. Si no lo consiguen, tendrán que solicitar apoyo a sus Estados o, como último recurso, podrán pedir capital público al Fondo de Rescate Europeo, cuya capacidad quedó ampliada hasta el billón de euros.

Otro elemento del acuerdo preveía además que los bancos tendrán limitado el pago de dividendos a sus accionistas y de *bonus* a sus directivos hasta que alcancen el nuevo mínimo de solvencia. En efecto, la UE prohibiría la entrega de dividendos y *bonus* a aquellas entidades que no cumpliesen con el nivel mínimo de solvencia del 9%. De este modo, si un banco no pudiese obtener los fondos por su cuenta podría pedir ayuda al Estado. Y, en el supuesto de que este último no pudiera ayudarle cabría la posibilidad de recurrir al fondo de rescate de la Zona Euro.

Ciertamente se ha de reconocer que una recapitalización forzosa podría terminar conduciendo a una situación de parálisis crediticia, al obligar a las entidades a volcar todos sus esfuerzos en el cumplimiento de los nuevos requisitos. La aportación de garantías públicas a las emisiones de deuda de los bancos y la restricción del pago de *bonus* y dividendos en tanto no se alcancen los niveles de capital requeridos podrían resultar a tal efecto insuficientes para evitar un mayor estrangulamiento del crédito. Y, como es lógico, sin financiación la inversión y el consumo continuarían descendiendo.

Por otro lado cabe reflexionar acerca de si la reintroducción de garantías podría llegar a reducir la preocupación del mercado sobre los vencimientos de largo plazo que algunas entidades tendrán que afrontar en los próximos años, mientras los mercados siguen cerrados, pudiendo ayudar a que las emisiones se realicen a precios más contenidos.

Cabe pues subrayar que la existencia de una incompatibilidad entre financiar a la banca y no resolver el problema del endeudamiento soberano. Ello podría terminar conduciendo a nuevas emisiones carentes de la suficiente garantía estatal. Y, en este sentido, la amenaza de quitas a determinados países periféricos podría dañar de nuevo la tesorería de los bancos que fueron inducidos a suscribir en anteriores emisiones.

Como se ha señalado la EBA obligó a las entidades financieras españolas a anotar el valor de la deuda pública que se tiene en el balance a precio de mercado. Ello motivó que aquellas entidades que más compraron deuda periférica (y las españolas tenían más de 150.000 millones de bonos y letras del Tesoro) sufriesen una mayor pérdida. Con carácter adicional habría que aludir a la incidencia de otros factores tales como la exposición inmobiliaria, las participaciones minoritarias en otras empresas y las inversiones en determinados activos, como el informático, que restan capital.

Nuestras entidades bancarias advirtieron de que se originaría una restricción del crédito aún mayor. Si la banca necesita obtener más recursos para recapitalizarse, pierde capacidad para utilizar ese dinero en dar préstamos.

Desde nuestro punto de vista una de las principales incoherencias del proceso (como ha sucedido en las pruebas de estrés realizadas en los dos últimos años en Europa) es la falta de reconocimiento de la provisión genérica, esto es, la hucha de fondos que las entidades financieras de nuestro país acumulan en las épocas de bonanza. Para Europa no existen 26.350 millones de euros, prácticamente el importe de las necesidades de capital.

A priori se trata de una cuestión difícil de solventar. Sin embargo, a medio plazo podría llegar a representar un logro conseguir un reconocimiento efectivo de la provisión genérica. Nadie discute su capacidad para absorber pérdidas, pero su peculiaridad (no existe en ningún otro sistema financiero) impide encontrarle un encaje en el entorno europeo. Éste, en cualquier caso, cada vez pesa más. Las dos rondas de test de estrés acometidas a lo largo de los dos últimos años y el nuevo plan de recapitalización así lo avalan. La mayor coordinación e integración tiene que llegar a todos los ámbitos. De momento, la provisión genérica ha encontrado un sitio en el nuevo marco normativo de Basilea III. Está aceptada como colchón de capital anticíclico, un plus de solvencia que se puede imponer para frenar burbujas de crédito.

Sin embargo un riesgo existente sería que la recapitalización frenase el necesario proceso de saneamiento de los balances. En los últimos tres años, las entidades han destinado más de 100.000 millones de euros generados por su negocio a limpiar créditos e inmuebles[(12)]. Ahora, los flujos generados podrían desviarse hacia las reservas, especialmente teniendo en cuenta que todas las entidades han declarado que van a cumplir los requerimientos por vía orgánica, esto es, sin necesidad de tener que acudir a fondos públicos. Éstas podrían liberar provisión genérica, llevarla a la cuenta de resultados, aligerar la presión sobre márgenes y beneficios y, de ahí, más capital. Entidades altamente capitalizadas y menos saneadas. Hasta la fecha el supervisor siempre ha insistido en un orden. Primero, sanear. Después, recapitalizar.

Por otra parte, las exigencias de capital acordadas en la Eurocumbre del 26 de octubre de 2011 podrían implicar que los bancos tuvieran que esforzarse en conseguir financiación para ellos mismos. Por este mismo motivo tendrían menos margen para conceder créditos a los consumidores. Es decir, las empresas y familias tendrían aún más dificultades para financiarse. La principal consecuencia sería que se ralentizaría una actividad económica que ya estaba por los suelos. Ello ensombrecería las perspectivas del crecimiento de nuestro país para 2012 y proyectaría la amenaza de una nueva recesión.

---

(12) Concretamente, en relación con los activos inmobiliarios problemáticos que debían afrontar las entidades financieras con fecha de 2 de noviembre de 2011 se conoció que su importe ascendía a 176.000 millones, lo que suponía un 11,4% del total de su inversión crediticia y un 5,2% de sus activos consolidados. Según información facilitada en dicha fecha por el Banco de España, entre las provisiones específicas constituidas y las genéricas que aún guardaban las entidades la *ratio* de cobertura de estos activos era del 33%. En efecto, a pesar de que la cifra representaba el 52% de la exposición total al sector promotor de la banca española y un 11,4% de los créditos al sector privado el Banco de España incidió en que había provisiones para cubrir el 33% de esos activos dañados. Esos fondos permitirían superar el escenario central de los test de estrés y absorber el 88% de las pérdidas del escenario adverso. El supervisor recordó además que, desde que se inició la reestructuración del sector financiero español, la banca había hecho saneamientos por importe de 105.000 millones de euros. Los datos publicados por el Banco de España pusieron igualmente de manifiesto que los activos dudosos del sector financiero a nivel consolidado aumentaron el 19% en tasa interanual. El Informe del Banco de España detalló además que la exposición de la banca a la deuda pública española representó el 6,9% del total de su balance. En cambio, la exposición a los países rescatados, Grecia, Irlanda y Portugal, apenas supuso un 0,4% de sus activos. Bancos y cajas, además, siguieron centrando sus esfuerzos en la captación de recursos minoristas. Desde comienzos de la crisis, en 2008, los depósitos crecieron en España más que los créditos, reduciendo el llamado *gap* comercial, es decir, la parte del balance que las entidades tienen que cubrir con financiación mayorista. Una situación que ayudó a la banca a reducir su necesidad de renovación de los vencimientos de deuda en hasta un 50%, según reveló el Banco de España.

VI. ACTUACIONES POSTERIORES A LA REUNIÓN DEL EUROGRUPO DE OCTUBRE DE 2011

Con fecha 12 de noviembre de 2011 se conoció que la EBA iba a realizar nuevas pruebas de estrés a lo largo de 2012. Estas nuevas pruebas se llevarían a cabo una vez que concluyese la recapitalización lanzada durante el mes de octubre de 2011 en Europa, que iba a exigir más de 100.000 millones de euros de nuevo capital a las entidades.

A tal efecto la EBA había venido trabajando en la elaboración de una nueva regulación del capital contingente o deuda de alta calidad que los supervisores iban a admitir como recursos propios de primera calidad, y con los que las entidades podrían cubrir parte de sus nuevos requerimientos. Estos nuevos instrumentos de capital se registrarían como pasivo de la entidad el cual, en determinadas circunstancias de dificultades del banco que las emitiese, se convertirían automáticamente en acciones. La EBA iba a admitir sólo títulos que se ajustasen a la nueva regulación, que iba a ser muy similar a la de las obligaciones convertibles fijadas por Basilea.

Como ya se ha señalado el proceso de recapitalización impulsado por el supervisor bancario europeo a finales de octubre de 2011 iba a exigir a los grandes bancos españoles reforzar sus balances con 15.000 millones de euros. Las necesidades iniciales eran de 26.000 millones, una factura que se rebajó tras aceptar el supervisor 8.500 millones de euros de obligaciones convertibles de Banco Santander y la generación de recursos por las entidades en el último trimestre.

Este nuevo ejercicio de solvencia fue justificado por la EBA en atención a la necesidad de otorgar una mayor confianza a los inversores internacionales sobre la solvencia de la banca europea y tratar de desbloquear los mercados de financiación mayorista. El cierre completo de esta vía de financiación para la banca, que afectaba especialmente a la italiana y la española, amenazaba con crear graves dificultades al sector. En 2012 la banca europea debía refinanciar 800.000 millones de euros en vencimientos, de los que 120.000 correspondían a España.

La banca española argumentó que los criterios políticos habían pesado en la prueba, lo que fue en detrimento de sus intereses. No se tuvo en cuenta su nula exposición a Grecia, ni su colchón anticrisis. Tampoco el hecho de que se adoptasen criterios más estrictos a la hora de reservar capital por sus activos[13].

---

(13) Téngase presente además a este respecto que, con fecha de 14 de noviembre de 2011, se conoció que los préstamos netos del BCE a la banca española en octubre de 2011 habían ascendido a 76.048 millones de euros, la cifra más alta desde septiembre de 2010, según datos del Banco de España. El volumen prestado por el BCE en octubre de 2011 a las entidades españolas aumentó un 9,74% respecto al mes anterior y supone el 19,95% del total solicitado en la eurozona, frente al 18% del mes anterior. En el anterior máximo, de septiembre de 2010, cuando la banca española solicitó 102.782 millones, el porcentaje del total suponía el 20,19%. El porcentaje que la banca española solicitó al BCE en octubre de 2011 duplicaba el peso real que ésta tenía, en función de sus activos y de sus pasivos, en el conjunto de la banca europea, que era de aproximadamente el 10%, según indicaban las estadísticas del balance agregado de las instituciones financieras monetarias de la zona del euro, excluidos los bancos centrales. En total, los bancos europeos solicitaron en octubre de 2011 381.055 millones de euros, por debajo de los 385.451 que pidieron en septiembre, con lo que la tendencia de la banca española era la contraria a la del conjunto del sector en Europa. Durante el verano de 2010 las peticiones de las entidades financieras españolas se dispararon hasta alcanzar un máximo de 131.891 millones de euros en julio. A partir de entonces, y hasta mediados de 2011, la tendencia fue moderadamente bajista, de modo que en abril de este año las peticiones alcanzaron un mínimo anual mensual de 42.227. Sin embargo, a partir de mayo de

Igualmente la Reserva Federal Norteamericana (FED) anunció que, a finales de noviembre de 2011, iniciaría nuevas pruebas de estrés anuales a las principales entidades bancarias de Estados Unidos. Estas nuevas pruebas de solvencia, que iban en la línea del análisis realizado en marzo de 2011 a los planes de recapitalización de las 19 mayores entidades bancarias del país, se enmarcaban, entre otras, en la nueva regulación sobre Protección del Consumidor.

Al amparo de este nuevo análisis se pretendía reflejar mayores detalles sobre la exposición al riesgo de crédito, con el objetivo de que las pruebas pudieran detectar vínculos entre entidades sistémicas que podrían desestabilizar los mercados financieros.

Una de las cuestiones más conflictivas existente al respecto y a la que se oponía Alemania era la relativa a que los países de la Eurozona avalasen conjuntamente las emisiones de deuda de los bancos. La resistencia del Gobierno alemán a los avales conjuntos para las entidades financieras había venido ya dificultando los avances en este planteamiento, planteándose a tal efecto la posibilidad de que en su lugar se optase por un sistema de garantías nacionales coordinado por la Autoridad Bancaria Europea que incluyese algún elemento adicional respecto del que ya funcionaba en la UE desde 2008.

Desde la Comisión Europea se defendía una política coordinada de esas garantías. Las estimaciones de la Comisión sobre la necesidad de recapitalización se situaban entre 600.000 y 700.000 millones de euros, y sólo para cubrir parte de sus necesidades, no la totalidad. Además, se trataría de ayudar exclusivamente a los bancos que lo necesitasen para lograr un umbral mínimo de capital de máxima calidad del 9% antes del 31 de junio de 2012.

España, Italia, Chipre y Francia apoyaban una mutualización limitada de las garantías a la banca. En cambio Suecia, Alemania, Reino Unido, Holanda y Austria se negaban, mientras que Dinamarca y Luxemburgo también manifestaban reservas. A juicio de Alemania resultaba necesario involucrar a los acreedores privados en futuras intervenciones.

Con fecha 1 de diciembre de 2011 la Comisión Europea aprobó la prórroga, hasta finales de 2012, del actual régimen que facilita la concesión de ayudas públicas a los bancos por parte de los Gobiernos nacionales. El citado régimen se puso en marcha en 2008 tras la quiebra de la entidad estadounidense Lehman Brothers, y estaba previsto que expirara en diciembre de 2011. Sin embargo la Comisión decidió extenderlo un año más ante el agravamiento de la crisis de deuda y la decisión de los líderes de la UE de recapitalizar los grandes bancos europeos con 106.000 millones de euros para que puedan resistir a los problemas[14]. Aquellos bancos que recibiesen ayudas habrían de reestructurarse al objeto de poder llevar a cabo su función de financiar la economía real.

2011 las crecientes dificultades de la banca española para acceder al crédito por la desconfianza de los mercados hacia la economía española y los problemas de los países periféricos del euro se dejaron notar en la dependencia de la banca española frente al BCE. En un año, desde octubre de 2010, la banca española aumentó cerca del 12% sus peticiones al organismo europeo. Por su parte el conjunto de las entidades financieras de Europa fue reduciendo en el último año y medio su dependencia del organismo y, tras superar los 500.000 millones de euros solicitados en mayo de 2010, logró reducir esta cifra en cerca del 30%.

(14) Recuérdese a este respecto que, tal y como se ha analizado, los españoles fueron, tras los griegos, los que más capital adicional necesitaban (alrededor de 26.000 millones de euros, según los cálculos de la Autoridad Bancaria Europea), disponiéndose a este respecto la necesidad de que en primer término buscasen fondos en el mercado privado, acudiendo a las ayudas públicas sólo en el supuesto de que no los lograsen.

Con fecha 8 de diciembre de 2011 la EBA cifró en 114.700 millones de euros el déficit de capital de los bancos europeos, por encima de los 106.000 millones anunciados en octubre de ese mismo año, manteniendo en 26.200 millones de euros las necesidades de capital adicional de los cinco bancos sistémicos españoles. Este aumento en las necesidades de financiación que debía afrontar el sector europeo se debía a que la EBA había duplicado los requerimientos de la banca alemana desde los 5.200 millones de su anterior estimación hasta los 13.100 millones anunciados a principios de diciembre de 2011.

Los bancos griegos seguían teniendo el mayor déficit de capital, 30.000 millones de euros, seguidos de los españoles, 26.200 millones y de los italianos, 15.400 millones. Franceses y belgas tenían un déficit de capital de 7.300 y 6.300 millones, respectivamente. En el caso de los bancos austriacos la necesidad es de 3.900 millones.

Por lo que a nuestro país se refiere Santander, BBVA, BFA/Bankia, la Caixa y Popular fueron, por su tamaño, los bancos sistémicos españoles. Estas cinco entidades financieras podrían convertir los bonos emitidos en acciones, limitando así los 26.200 millones de euros a 18.000 millones de euros. Todos ellos señalaron a finales de octubre de 2011 que no necesitarían recurrir a los fondos públicos porque cubrirían las exigencias de la institución europea por sus propios medios[15].

Por lo que a nuestro sistema financiero se refiere y, esencialmente, al objeto de lograr su saneamiento y ponerlo en condiciones de reactivar el crédito, se planteó la posibilidad de que el Gobierno acometiese la creación de un llamado «banco malo» donde aglutinar los activos inmobiliarios dañados que atascan los balances bancarios.

Sin embargo, hay varias cuestiones que dificultan la puesta en marcha de esta solución, en un momento muy crítico para las cuentas del Estado. En primer lugar, y por lo que respecta a la valoración de los activos, se plantea la dificultad de entrar a valorar a precio de mercado los activos inmobiliarios tóxicos de la banca, especialmente el suelo, ya que no hay mercado para ello. España podría tomar como referencia los modelos que se han utilizado en otros países europeos, si bien cada uno de ellos tiene pros y contras. Irlanda creó ya en su día un «banco malo» público comprando los activos de las entidades con un descuento del 57%. Ello implicó que sus bancos se quedasen absolutamente descapitalizados, tras tener que asumir semejantes pérdidas, y el Estado tuvo que inyectarles dinero público, lo que disparó el déficit y obligó al país a pedir el rescate de la UE y el FMI. Así las cosas, en el supuesto de que se adoptase dicha opción en nuestro país cabría la posibilidad de que los bonistas de los bancos terminaran asumiendo parte del rescate.

Por su parte, Alemania impuso un descuento del 10% a los activos de sus bancos. El Gobierno germano les cambió los activos por bonos soberanos y las entidades, a cambio, se comprometieron a pagar una rentabilidad anual al «banco malo» creado al efecto por el Gobierno alemán. Sin embargo, una recompra de los activos a estos precios también obligaría al Estado español a incrementar su déficit, además de poner problemas ante la Comisión Europea que, seguramente, consideraría la operación como ayuda estatal.

---

(15) Recuérdese a este respecto que, en su informe provisional de octubre de 2011, la EBA cifraba la necesidad de capital de Santander en 14.971 millones de euros, la de BBVA en 7.087 millones, la del Popular en 2.362 millones, la de BFA/Bankia en 1.140 millones y la de la Caixa en 602 millones. Pues bien, salvo en el caso de BBVA las nuevas exigencias para todos ellos se vieron incrementadas.

¿Qué activos se deberían incluir? Según datos facilitados por el Banco de España, los bancos españoles cuentan con inmuebles en su balance por valor de 70.000 millones, con unas provisiones constituidas de 16.600 millones, una cobertura del 23,7% de este riesgo.

En líneas generales los activos problemáticos de la banca española relacionados con el ladrillo suman 176.000 millones, según datos proporcionados por el Banco de España en diciembre de 2011. Ahora bien, no necesariamente todos ellos deberían ser incluidos en un hipotético «banco malo» que, en su caso, se decidiese crear al efecto. Así, si se utilizara este instrumento sólo para los activos inmobiliarios que las entidades se han quedado por los embargos y los canjes de deuda, la factura total ascendería a unos 36.000 millones de euros. Se llegaría así a los 88.000 millones de euros incluyendo los créditos morosos a promotores. Por otra parte, si el Estado español quisiera meter en un hipotético «banco malo» todos los activos problemáticos de la banca, para financiarlo podría tener que aumentar su deuda hasta el 91% del PIB, desde el 67% actual.

¿Cómo se debería crear este «banco malo»? Al objeto de poder encontrar los recursos para crear el «banco malo» el Estado debería endeudarse más en los mercados. Y, como es sabido, en plena crisis de la deuda soberana, el acceso a los mercados es muy caro y está difícil. Otra posibilidad sería que nuestro país recurriese a los fondos puestos a disposición por Europa, aunque podría ser mejor recurrir exclusivamente al sector privado. Y, a este respecto, el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) podría no contar con fondos para cubrir el banco malo y teniendo en consecuencia que endeudarse, en un momento en que los mercados no parecen propensos a confiar en la deuda bancaria.

¿Qué entidades habrían de participar? Aquí surge la duda relativa a si sería voluntario u obligatorio para todas las entidades. Lo razonable es que las grandes entidades estimen que disponen de la solidez necesaria para aguantar sus activos tóxicos y solucionar el problema por su cuenta, sin ayudas públicas. Sin embargo si el banco malo no involucrara a toda la banca, las dudas del mercado sobre la salud del sistema financiero podrían no despejarse por completo.

Desde la Asociación Española de Banca (AEB) se puso de manifiesto que sólo las entidades que lo necesitasen (debido a que no resulten viables) tendrían que recurrir al «banco malo», que representaría una ayuda pública, debiendo obligar a una reestructuración. A juicio de la citada Asociación las ayudas estatales concedidas habrían de pretender, a cambio, una reestructuración profunda de las entidades que las recibiesen y que ésta no se limitara al cierre de oficinas.

La técnica consistente en la creación de un «banco malo» fue aplicada ya en su día por países como Suecia a principios de los años 90, cuando el Estado garantizó los préstamos deteriorados, que suponían el 4% del PIB. Por aquel entonces los bancos lograron recomponer sus balances y el crédito, y con el tiempo devolvieron la mayor parte de las ayudas. Algo similar realizó Estados Unidos en 2008 cuando se ofrecieron garantías a los bancos americanos de hasta 700.000 millones de dólares.

Por su parte la línea de actuación adoptada a este respecto por Alemania se concreta en el hecho de que se paga a la banca el mismo precio que tiene fijado en sus balances, restando las provisiones realizadas. El desembolso es mayor, pero evita un agujero de capital en las entidades. Sin embargo, como contrapartida, el Estado (y, por ende, el conjunto de

los ciudadanos) asume el riesgo de que se tarde mucho en recuperar el precio pagado por los activos.

En Alemania se fijó un plazo de 20 años a partir del cual las entidades responderían por la caída de valor. A cambio, los bancos aceptaban que se les obligase a dar tanto crédito como ayudas reciban. El precio al que fuesen valorados los activos problemáticos (así como la cuestión relativa a cuáles de ellos pasarían al «banco malo») es clave. Si el «banco malo» paga precios demasiado bajos —muy inferiores al valor de mercado—, los bancos se verían abocados a un complicado proceso de recapitalización. Es lo que ocurrió en Irlanda, que pagó los activos con un descuento del 60%, lo que hizo quebrar a muchas entidades, que tuvieron que ser nacionalizadas con deuda pública. Las cifras de deuda y déficit de Irlanda se dispararon y finalmente tuvo que pedir el rescate a Bruselas. Si, por el contrario, se paga un precio alto —el valor en libros— la factura la acabaría pagando el contribuyente, algo que sería muy difícil de explicar a la opinión pública en un momento de crisis como el actual.

Así las cosas, una alternativa sería la adopción de un punto intermedio para que la entidad financiera pierda algo, a pesar de lo cual no se vea obligada a recapitalizarse y pueda dar crédito. En este caso la alternativa sería conceder un plazo de tiempo a bancos y cajas para que pudieran asumir las pérdidas. Ello iría acompañado de un proceso de saneamiento y de concentración con el objetivo de que los bancos que sobrevivan tengan suficiente músculo financiero para restaurar el crédito.

Lo cierto es que, por lo que a la situación de nuestro sistema financiero se refiere, tras el rescate del Banco de Valencia por el Banco de España, el Fondo de Garantía de Depósitos sólo disponía de 3.000 millones de euros, una cantidad insuficiente para la ingente tarea que suponía sanear los activos tóxicos que estaban ahogando a las entidades financieras. Y la banca de nuestro país presentaba 338.000 millones de exposición inmobiliaria, la mitad de los cuales resultaban problemáticos. Lo más dudoso eran los 30.000 millones en suelo adjudicado, que sólo estaba provisionado en un 30% y que resultaba invendible.

Ciertamente en el supuesto de que se obligase a las entidades a aflorar estas pérdidas latentes el sistema podría llegar a resentirse seriamente. En este sentido la creación de un tipo concreto de «banco malo» o de una institución o fondo creado para dar cabida a ese conjunto de activos que presentan fuertes minusvalías, con el soporte de alguna garantía o financiación pública, podría posibilitar que la banca entregase los activos tóxicos al Estado y recibiese a cambio deuda pública con la que pudiera obtener liquidez en el BCE y así poder dar préstamos.

Ahora bien, no podía tampoco desconocerse que implantar un «banco malo» a cargo del Estado requeriría superar las fuertes reticencias del sector, en especial de las entidades de mayor tamaño, que ya desde un primer momento se habían mostrado reacias a dicha medida, ya que ello podría suponer para la banca el reconocimiento definitivo de pérdidas en su cartera inmobiliaria, lo que podría hipotecar sus cuentas de resultados durante años.

Tras la aprobación del Real Decreto-ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público, se dispuso que el importe máximo de los avales a otorgar por el Estado durante el ejercicio del año 2012 no excediese de 196.043.560 miles de euros.

Dentro del total anteriormente señalado quedaron reservados los siguientes importes. En primer lugar, 92.543.560 miles de euros para garantizar las obligaciones económicas exigibles a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, derivadas de las emisiones de instrumentos financieros, de la concertación de operaciones de préstamo y crédito, así como de cualesquiera otras operaciones de financiación que realice dicha sociedad de acuerdo con lo establecido en el anterior Real Decreto-ley 9/2010, de 28 de mayo, por el que se autoriza a la Administración General del Estado al otorgamiento de avales a determinadas operaciones de financiación en el marco del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera de los Estados miembros de la Zona del Euro.

En segundo término, 100.000.000 miles de euros para el otorgamiento de avales a las obligaciones económicas derivadas de las emisiones de bonos y obligaciones nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España con una actividad significativa en el mercado de crédito nacional. Dicho aval habría de garantizar el principal de la emisión y los intereses ordinarios. De producirse la ejecución del aval, y siempre que la misma se instase dentro de los 5 días naturales siguientes a la fecha de vencimiento de la obligación garantizada, el Estado satisfaría una compensación a los titulares legítimos de los valores garantizados, sin perjuicio de las cantidades que deba abonar en virtud del aval. El importe de esta compensación sería el resultante de aplicar al pago en el que consista la ejecución del aval el tipo de interés Euro *OverNight Index Average* publicado por el Banco de España o el que, en su caso, determine el Ministro de Economía y Hacienda, del día del vencimiento de la obligación garantizada por el número de días que transcurran entre esta fecha y la de pago efectivo por el avalista, sobre la base de un año de 360 días.

El Ministro de Economía y Hacienda habría de determinar, además, los requisitos que han de concurrir para la concesión de los mismos, entre los que podrían incluirse aquellas condiciones especiales de solvencia que proponga el Banco de España, así como el procedimiento de otorgamiento de los avales y las comisiones a que diese lugar el otorgamiento y la utilización de los avales otorgados.

Por último, se reservaban 3.000.000 miles de euros para los avales destinados a garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos.

En resumen, se contemplaba la posibilidad de que el Estado otorgase avales a la banca por un importe de 100.000 millones de euros en el ejercicio 2012 para evitar el cierre de crédito. Dicha suma de 100.000 millones de euros serviría para avalar emisiones de bonos y obligaciones nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España con una actividad significativa en el mercado de crédito nacional. De este modo las entidades financieras españolas podrían acudir a las subastas de liquidez del Banco Central Europeo, dado que la banca española presenta dificultades de financiación en los mercados de capitales.

Con fecha 13 de enero de 2012 se conoció que la banca española debía 118.861 millones de euros el 31 de diciembre de 2011 al Banco Central Europeo. Se trataba de la segunda cifra más alta en toda la Historia ya que, con carácter previo, sólo en el mes de julio de 2010 se produjo una utilización mayor de la liquidez del organismo monetario por parte de la banca española. Por aquel entonces se captaron 131.891 millones de euros, según datos facilitados por el Banco de España.

Dicho dato de la deuda contraída con el BCE revelaba, sin lugar a dudas, la existencia de una gran dependencia de los bancos españoles con el organismo monetario, al no lograr

financiación de otras entidades privadas por la desconfianza que suscitaba su exposición a la crisis de este país. La clave se situaba en el peso que España cobraba en la liquidez del BCE. En julio de 2010 aquellos 131.891 millones representaron el 26,2% de lo repartido por el BCE, que fueron 502.230 millones.

En el mes de diciembre de 2011 el BCE repartió a la banca 394.459 millones de euros, de los que el 30,13% se ubicaron en nuestro país. A ello se ha de sumar, además, el dato de que la deuda contraída con el organismo monetario en diciembre fue inferior a la inyección realizada el día 21 de ese mismo mes con 489.191 millones a tres años, debido a que muchas entidades, especialmente centroeuropeas, volvieron a depositar parte del dinero en las cuentas del BCE, por lo que el saldo neto entre lo prestado al BCE y lo debido es inferior. La petición de dinero al BCE a tres años a un interés del 1% para depositarlo en sus cuentas a un día a un 0,25% se explicaba por la desconfianza para prestarlo a otras entidades o a familias y empresas. Y, dado que la inyección extraordinaria tenía un plazo tan largo, las entidades aprovecharon para obtener su financiación de cara al futuro. Así las cosas, los bancos de la Zona Euro depositaron 489.906 millones de euros en el BCE con fecha de 12 de enero de 2012, lo que representaba el doble que antes de la inyección extraordinaria y la cifra más alta de la historia.

En definitiva, el record de depósitos alcanzados por aquellas fechas en el BCE respondía a la incertidumbre de los bancos sobre la posibilidad de refinanciar sus vencimientos de deuda en el mercado, vencimientos que tendrían cubiertos con la liquidez que mantenían en el BCE. Por tanto, se trataba en una política de prudencia que se traducía en una falta de concesión de crédito y en que tampoco se comprase deuda pública. Otra justificación de este aumento de los depósitos en el BCE a un día era que tendían a incrementarse a medida que se acercara el período de mantenimiento de las reservas de fin de mes. En dicho lapso de tiempo las entidades tenían menos opciones para colocar sus fondos, puesto que debían demostrar que poseían los fondos que se les exigían. Y este repunte de los depósitos significaba, además, el retorno de la liquidez al BCE ya que, como se ha señalado, si bien el BCE prestaba dinero a las entidades al 1%, éstas lo depositaban de nuevo en el organismo central obteniendo tan sólo un 0,25% a cambio. La facilidad de depósito del BCE remuneraba el dinero depositado diariamente por los bancos de la Eurozona al 0,25%, una rentabilidad muy inferior al 1% del precio oficial del dinero, lo que constataba la escasa predisposición de los bancos a prestarse entre ellos al optar por la mayor seguridad del banco central en vez de buscar mayores rendimientos.

Históricamente la facilidad de depósito del BCE ha medido la desconfianza existente entre los bancos a la hora de prestarse dinero, pero las nuevas marcas históricas logradas desde comienzos de 2012 están haciendo perder cierta fiabilidad a este indicador. Ello sucede, en especial, desde la primera subasta del organismo monetario europeo a tres años, ya que los depósitos permanecen allí a la espera de refinanciar sus vencimientos de deuda, procediendo el BCE a recortar a la mitad los requerimientos de reservas para los bancos. Por tanto, se trata de una política de prudencia que se traduce en una falta de concesión de crédito y en que tampoco se compre deuda pública.

Otra de las razones que contribuyen a explicar este aumento de los depósitos en el BCE es que tienden a incrementarse a medida que se acerca el período de mantenimiento de las reservas. Durante dicho período de tiempo las entidades tienen menos opciones para colocar sus fondos, ya que deben demostrar que poseen los fondos que se les exigen.

ALGUNAS REFLEXIONES EN TORNO A LAS GARANTÍAS PIGNORATICIAS SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN DE GASES DE EFECTO INVERNADERO Y SU EJECUCIÓN

BRUNO MARTÍN BAUMEISTER[1] Y ALBERT SÁNCHEZ GRAELLS[2]

Profesores de Derecho mercantil
Universidad Pontificia Comillas (ICADE)

RESUMEN

La posible constitución y la viabilidad práctica de ejecución de garantías pignoraticias sobre derechos de emisión de gases de efecto invernadero plantea algunas cuestiones: desde la naturaleza jurídica del activo, hasta su idoneidad para la constitución de derechos reales limitados sobre el mismo, los requisitos aplicables a dicha constitución y, sobre todo, los requisitos de oponibilidad de la garantía frente a terceros —que, a su vez, determinan la utilidad práctica de estas garantías como instrumentos de tutela del crédito—. En este artículo tratamos de responder a estas cuestiones de conformidad con el régimen vigente y lo proyectamos al futuro, para el periodo 2013-2020, en el que entrarán en vigor importantes cambios en la normativa reguladora del mercado comunitario de derechos de emisión.

Palabras clave: *Derechos de emisión de gases de efecto invernadero, garantías financieras, prenda, ejecución, créditos privilegiados, instrumentos financieros, anotaciones en cuenta, Ley del Mercado de Valores, Registro nacional de derechos de emisión (RENADE).*

ABSTRACT

The use of greenhouse gas emission rights as financial collateral and the feasibility of their enforcement by sale or appropriation raise some issues, such as discerning the legal nature of emission rights under securities law, their suitability for the creation of limited rights and liens thereupon, or the requirements applicable to the perfection, validity, enforceability or admissibility of such collateral so that they can be invoked against third parties —which in turn determine the practical value of such guarantees as credit protection instruments. In this article we aim to address these issues under the current Spanish system and to project it into the future, for the period 2013-2020, when major changes in the EU scheme for greenhouse gas emission rights will come into force.

Key words: *Greenhouse gas emission rights, financial guarantees, pledge, enforcement, liens, financial instruments, Spanish securities law, Spanish registry of emission rights (RENADE).*

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.

2. LOS DERECHOS DE EMISIÓN DE GASES DE EFECTO INVERNADERO COMO OBJETO DE GARANTÍAS FINANCIERAS.

---

(1) bruno.martin@der.upcomillas.es. Doctor en Derecho por la Universität des Saarlandes.

(2) asanchezgraells@der.upcomillas.es. Doctor Europeo en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid y la Copenhagen Business School. La participación en este trabajo se enmarca en el Proyecto de Investigación «Valoración de los instrumentos jurídicos y económicos de respuesta ante los desafíos del cambio climático» de la Universidad Pontifica Comillas (ICADE).

2.1. Naturaleza jurídica de los derechos de emisión.

2.2. El sistema registral de anotaciones en cuenta de derechos de emisión.

3. REFERENCIA AL RÉGIMEN DE CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA SOBRE DERECHOS DE CRÉDITO, VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA Y GARANTÍAS FINANCIERAS.

3.1. Prenda de derechos de crédito.

3.2. Prenda de valores anotados en cuenta.

3.3. Garantías financieras.

4. DIFICULTADES ACTUALES PARA LA VÁLIDA CONSTITUCIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS Y PRENDAS SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN ANOTADOS EN CUENTA.

5. PARTICULARIDADES DE LA EJECUCIÓN DE LA PRENDA SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN.

6. PERSPECTIVA DE FUTURO: EL CAMBIO DE SISTEMA REGISTRAL CONFORME A LA DIRECTIVA 2009/29/CE DE 23 DE ABRIL Y AL REGLAMENTO (UE) NÚM. 1193/2011 DE LA COMISIÓN DE 18 DE NOVIEMBRE.

7. CONCLUSIONES.

1. INTRODUCCIÓN

La función dada a los derechos de emisión de gases de efecto invernadero, así como el diseño de sus mecanismos de asignación, transmisión, verificación y cancelación están orientados, fundamentalmente, a establecer un sistema de incentivos económicos (positivos y negativos) de mercado que permita dar efectividad al principio «quien contamina, paga», al tiempo que se establece un techo (objetivo) de emisiones que permita a la UE y sus Estados Miembros cumplir con los compromisos medioambientales adquiridos (individualmente y de forma colectiva) con la ratificación del Tratado de Kioto[(3)].

En su concepción básica, la creación de un mecanismo de mercado para el intercambio y reasignación de derechos de emisión sólo pretende reforzar el objetivo medioambiental, incrementando los incentivos económicos de los operadores para reducir sus emisiones y, por tanto, poder transmitir (con ganancia) los derechos de emisión no utilizados en sus actividades contaminantes —o, al contrario y para evitar las sanciones aplicables a quienes contaminen en exceso, poder adquirir en el mercado (con un sobreprecio, derivado de su escasez teórica) los derechos necesarios para cubrir las emisiones realizadas por encima de los derechos que les hubieran sido inicialmente asignados (gratuitamente conforme a un

(3) Para una visión general de la función y claves básicas del sistema de comercio de derechos de emisión (en su primera fase de implementación), véase COUSO SAIZ, «El comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en España» en *Noticias Jurídicas*, noviembre de 2006, disponible en <http://noticias.juridicas.com/articulos/30-Derecho%20Medioambiental/200611-5781292384378298.html> (visitada por última vez el 06-12-2011).

plan de asignación, o por adquisición en subasta competitiva)—. Así lo expresa la Directiva 2003/87/CE[4] en su artículo 1, al indicar que «establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en el interior de la Comunidad […] a fin de fomentar reducciones de las emisiones de estos gases de una forma eficaz en relación con el coste y económicamente eficiente». En términos prácticamente coincidentes, el artículo 1 de la Ley 1/2005[5] indica que «tiene por objeto la regulación del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, para fomentar reducciones de las emisiones de estos gases de una forma eficaz y de manera económicamente eficiente».

En la UE la comercialización de derechos de emisión de gases de efecto invernadero se encuentra regulada, principalmente, por la Directiva 2003/87/CE, que establece las condiciones básicas de funcionamiento del sistema y que prevé un mecanismo de implantación progresiva que distingue claramente tres periodos: 2005-2007, 2008-2012 y de 2013 en adelante en periodos de 8 años. Durante los dos periodos iniciales, el sistema ha funcionado de forma descentralizada en los Estados Miembros, mientras que para la tercera fase (2013-2020) se ha previsto un sistema centralizado de gestión de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero cubiertos por la Directiva —que pretende introducir mejoras sustanciales que contribuyan a reforzar los (hasta ahora escasos) incentivos económicos generados por el sistema[6]—. En todo caso, hay que tener en cuenta que el régimen comunitario sólo se aplica a un listado cerrado de actividades contaminantes detallado en el Anexo I de la Directiva 2003/87/CE (en el que se ha incluido, con efectos a partir del 1 de enero de 2012, el transporte aéreo) y que, por tanto, la Directiva «no debe impedir a los Estados miembros mantener o establecer regímenes nacionales de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero generados por actividades distintas de las enumeradas en el anexo I o incluidas en el régimen comunitario, o de gases de efecto invernadero generados por instalaciones excluidas temporalmente del régimen comunitario». Por tanto, en teoría, cabría encontrar en cada Estado Miembro de la UE una duplicidad de mercados de derechos: la «pata nacional» del mercado comunitario de derechos y un mercado nacional separado para otro tipo de derechos no cubiertos por la Directiva 2003/87/CE. Sin embargo, por la complejidad técnica del sistema y por la conveniencia de unificar el comercio de derechos de emisión UE y de unidades equivalentes en el marco del Tratado de Kioto, lo esperable es que los Estados miembros mantengan un único sistema— bien porque limiten su régimen de comercio a los derechos sometidos a normas comunitarias, bien porque amplíen el ámbito de aplicación de la norma nacional de transposición y, por tanto, extiendan las reglas comunitarias al comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero no cubiertos por la Directiva—. Este es el caso de España,

---

(4) Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo [DO L 275 de 25-10-2003]. La Directiva ha sido modificada en sucesivas ocasiones, mediante Directiva 2004/101/CE [DO L 338 de 13-11-2004], Directiva 2008/101/CE [DO L 8 de 13-1-2009], Directiva 2009/29/CE [DO L 140 de 5-6-2009] y Reglamento (CE) núm. 219/2009 [DO L 87 de 31-3-2009].

(5) Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero [BOE núm. 59, de 10-3-2005].

(6) Véase, por ejemplo, «La UE revisa el mercado de CO_2 para que no sea tan barato contaminar», <http://sociedad.elpais.com/sociedad/2011/12/20/actualidad/1324415318_528448.html>, visitada por última vez el 28-12-2011.

donde la Ley 1/2005 (modificada recientemente por Ley 13/2010[7]) establece un régimen único de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero apegado a las normas comunitarias. Por tanto, en España, la comercialización de cualesquiera derechos de emisión queda sometida a un régimen común, que resulta de la aplicación directa y/o transposición de la normativa comunitaria.

En su tercera fase de desarrollo, que se iniciará el 1 de enero de 2013, el sistema comunitario de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero pretende mejorarse sobre la base de un refuerzo de los incentivos económicos que supere la inanidad creada en el sistema en las dos fases anteriores por una asignación inicial excesiva de derechos de emisión a los titulares de instalaciones contaminantes, evitando al mismo tiempo una deslocalización de las actividades contaminantes de las industrias actualmente ubicadas en la UE[8]. El sistema centralizado comunitario previsto para el periodo 2013-2020 funcionará sobre la base de subastas de derechos de emisión centralizadas a las que podrán concurrir todos los titulares de instalaciones contaminantes, con independencia de su lugar de establecimiento. El objetivo claro es establecer un mercado comunitario primario de derechos de emisión en el que haya más competencia por la adquisición de derechos en las subastas y en el que exista una verdadera escasez de derechos que permita la asignación de un valor razonable de los derechos (vía precio, en el mercado secundario) que obligue a los agentes contaminantes a internalizar de manera efectiva el coste medioambiental de sus actividades —generando, a su vez, mayor liquidez y demanda en el mercado secundario de derechos de emisión, que seguirá gestionándose de forma parcialmente descentralizada por los Estados Miembros, pero con el apoyo de un registro comunitario único y centralizado (el Registro de la Unión)—.

Adicionalmente, con el propósito (implícito) de dar mayor liquidez y profundidad al mercado (o mercados) secundario de derechos de emisión, y para permitir la mejor negociación de derechos de emisión, el mecanismo de mercado no se limita a la participación de agentes contaminadores, sino que permite la participación de cualquier persona física o jurídica aunque no tenga la condición de titular de instalación contaminante (artículo 19-2 Directiva 2003/87/EC y artículo 21 Ley 1/2005), tanto en operaciones de contado como en mercados de derivados sobre derechos de emisión.

Por tanto, el régimen de comercio de derechos de emisión de gases de invernadero se ha convertido progresivamente (quizá de forma un tanto inadvertida o inesperada para quienes lo diseñaron inicialmente) en un mercado en el que se intercambian instrumentos financieros (*infra* § 2-1), que pueden acabar circulando conforme a criterios completamente independientes o casi ajenos a su inicial finalidad medioambiental y que puede dar lugar a especulación financiera, a fraude fiscal o, incluso, a blanqueo de capitales —preocupaciones que, recientemente, han provocado una reforma de la normativa (registral) en el

(7) Ley 13/2010, de 5 de julio, por la que se modifica la Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, para perfeccionar y ampliar el régimen general de comercio de derechos de emisión e incluir la aviación en el mismo [BOE núm. 163, de 6-7-2010].

(8) Fenómeno realmente preocupante por el menor grado de compromiso de terceros Estados con el cumplimiento del Protocolo de Kioto, especialmente después de las templadas conclusiones de la reciente cumbre del clima de Durban de 2011; véase, por ejemplo, «La CE busca mejorar el mercado de emisiones para evitar la fuga de empresas», <http://www.abc.es/agencias/noticia.asp?noticia=1044509>, visitada por última vez el 28-12-2011.

ámbito comunitario, principalmente mediante la Directiva 2009/29/CE y los Reglamentos (UE) núm. 920/2010[9] y 1193/2011[10].

Nuestro interés en el mercado de los derechos de emisión se centra en una forma de explotación económica de los derechos de emisión todavía un poco más indirecta que su comercialización en mercados secundarios o de derivados, como es **su utilización como activos sobre los que constituir garantías financieras** —especialmente, pensando en la constitución de paquetes de garantías financieras (pignoraticias) en el marco de acuerdos de financiación para la adquisición de los propios derechos, como parte de la estructuración de proyectos de colaboración público-privada o, simplemente, como instrumento para facilitar la financiación de las empresas que desarrollen actividades contaminantes y, por tanto, queden cubiertas por el sistema de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero. Por tanto, en este artículo exploramos las posibilidades (y particularidades o dificultades) para la constitución y ejecución de garantías financieras pignoraticias sobre derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Conviene tener en cuenta que la constitución de garantías financieras sobre derechos de emisión todavía no ha sido objeto de regulación expresa completa [ni en el ámbito nacional, ni en el ámbito comunitario, como pone de manifiesto el Considerando 13 del Reglamento (UE) núm. 1193/2011]. Por tanto, nuestro análisis descansará fundamentalmente en las normas generales aplicables a los derechos de emisión (en tanto que instrumentos financieros) y a la constitución de garantías financieras pignoraticias —y, en su caso, nos llevará a proponer algunas reformas futuras para facilitar la utilización de los derechos de emisión como activos susceptibles de garantizar operaciones de financiación—.

2. LOS DERECHOS DE EMISIÓN DE GASES DE EFECTO INVERNADERO COMO OBJETO DE GARANTÍAS FINANCIERAS

Como punto de partida para el análisis de las posibilidades, particularidades y dificultades para la constitución de garantías financieras sobre derechos de emisión de gases de efecto invernadero, conviene aclarar su naturaleza jurídica y entender el funcionamiento (limitado) del sistema registral de anotaciones en cuenta utilizado para su contabilización y representación. En esta sección nos centraremos en el régimen vigente, reservando el análisis de los cambios derivados de la centralización del sistema registral en el ámbito comunitario para el periodo 2013-2020 (*infra* § 6).

---

(9) Reglamento (UE) núm. 920/2010 de la Comisión, de 7 de octubre de 2010 , relativo a un sistema normalizado y garantizado de registros de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Decisión núm. 280/2004/CE del Parlamento Europeo y del Consejo [DO L 270 de 14-10-2010].

(10) Reglamento (UE) núm. 1193/2011 de la Comisión de 18 de noviembre de 2011 por el que se establece el Registro de la Unión para el período de comercio que comienza el 1 de enero de 2013, y para los períodos de comercio posteriores, del régimen de comercio de derechos de emisión de la Unión de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y con la Decisión núm. 280/2004/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se modifican los Reglamentos (CE) núm. 2216/2004 y (UE) núm. 920/2010 de la Comisión [DO L 315, de 29-11-2011].

2.1. Naturaleza jurídica de los derechos de emisión

Originalmente, el artículo 3.a) de la Directiva 2003/87/EC definía un «derecho de emisión» como «el **derecho a emitir una tonelada** equivalente de dióxido de carbono **durante un período determinado**, válido únicamente a efectos del cumplimiento de los requisitos de la presente Directiva, siendo este **derecho transferible** de conformidad con las disposiciones de la presente Directiva» (énfasis añadido). Por tanto, la naturaleza jurídica de los derechos de emisión conforme a la Directiva quedaba relativamente indeterminada (esto es, sujeta a las decisiones de los Estados Miembros en su transposición), siempre que se respetase el requisito de su consustancial transmisibilidad (que, en definitiva, sólo excluiría su configuración en la normativa nacional como derecho personalísimo o de transmisión prohibida).

En transposición de la Directiva, y en términos muy apegados a la definición de su artículo 3.a), la Ley 1/2005 establece la naturaleza jurídica de los derechos de emisión en su artículo 20 y los «configura como el **derecho subjetivo a emitir una tonelada equivalente** de dióxido de carbono desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de esta Ley» (apdo. 1), estableciendo claramente que «el derecho de emisión será **válido únicamente para el período de vigencia de cada Plan** Nacional de asignación» (apdo. 3) y que «tendrá **carácter transmisible**» (apdo. 4). Por tanto, la definición en la norma nacional no añade mucho a la naturaleza jurídica relativamente vaga dada en la Directiva como «derecho (subjetivo) de carácter temporal y esencialmente transmisible», y puede generar algunas dudas sobre su configuración y régimen jurídico[(11)].

Conforme a lo previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cabe plantearse la configuración de los derechos de emisión como valores negociables o como instrumentos financieros. Conforme a lo previsto en el artículo 2.1 LMV «[t]endrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero»[(12)]. De los elementos exigidos para la configuración como valor negociable, plantea importantes dudas la cuestión del valor patrimonial de los derechos de emisión, por varias razones[(13)]. Al definirse como un derecho (subjetivo) y sujeto a caducidad que legitima a emitir gases contaminantes, **en nuestra opinión, el derecho de emisión en sí mismo no tiene un**

(11) Sobre la determinación de la naturaleza jurídica de los derechos de emisión y sus implicaciones tributarias, en términos solo parcialmente coincidentes con los de nuestro análisis, véase ALONSO MADRIGAL, «La tributación de las operaciones realizadas sobre los derechos de CO_2», en Becker Zuazua, Cazorla Prieto y Martínez-Simancas Sánchez (Coords.), *Tratado de tributación medioambiental*, vol. 1, Cizur Menor, Thomson-Reuters Aranzadi, 2008, pp. 597-639.

(12) Sobre el concepto de valor negociable en la LMV (antes de la reforma relativa a la supresión del antiguo reglamento de emisiones, pero con claro valor sistemático y conceptual), véase SÁNCHEZ ANDRÉS, «Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversion», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año núm. 24, núm. 99, 2005, pp. 7-58.

(13) Véase MATEOS ANSÓTEGUI, «Instrumentos financieros y derechos de emisión de GEI», *Partida Doble*, núm. 226, noviembre 2010, pp. 26-40.

valor patrimonial propio(14). Una vez cerrado el correspondiente periodo de cotización, a fecha de «ejecución del derecho» (esto es, el ultimo día del periodo de validez del plan de asignaciones correspondiente), el valor patrimonial del derecho para un titular que no esté en condiciones de agotarlo *in natura* (esto es, aplicándolo a sus actividades contaminantes para cumplir con la normativa vigente) será cero —mientras que, en ese mismo momento, el derecho de que sea titular una empresa sometida al régimen de la Directiva que pueda cancelarlo contra emisiones efectivamente realizadas por encima de los derechos inicialmente asignados o adquiridos en subasta será del importe que corresponda a la sanción equivalente evitada (actualmente, 100 euros)—. Por tanto, la diferencia entre el valor patrimonial del derecho creado «artificialmente» durante su periodo de validez mediante su cotización en el mercado correspondiente y su (variable y no impersonal) contenido patrimonial a fecha de ejecución (inexistente, al menos para determinados tipos de titulares), nos hacen cuestionarnos su posible configuración como valor negociable(15), aunque no caben muchas dudas de su configuración como instrumento financiero, en los términos amplios de la LMV(16).

---

(14) En este sentido, la normativa contable vigente no ayuda a esclarecer una cuestión realmente relevante. La Resolución de 8 de febrero de 2006 del ICAC por la que se aprueban las normas para el registro, valoración e información de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero [BOICAC núm. 64, de diciembre de 2005] se centra exclusivamente en la contabilización por parte de empresas sometidas al régimen de control de emisión (esto es, titulares de instalaciones) y que no se ha actualizado al vigente plan general contable de 2007.

Por otra parte, en un trabajo más reciente (MATEOS ANSÓTEGUI, *op. cit.*), se apunta en las conclusiones a la necesidad de diferenciar el tratamiento contable en función de la actividad del titular de los derechos: «En estos momentos, la paulatina modificación de la NIC39 en la NIIF9 Instrumentos Financieros nos hace pensar que la tendencia natural sobre la contabilización de las operaciones con Derechos de Emisión calificará estas operaciones basándose en el modelo de negocio. Esto es, se aplicará las normas de valoración y registro contables en función del modelo de negocio que la compañía defina en torno a los Derechos de Emisión, distinguiendo así las operaciones realizadas en el marco de ley 1/2005, de las meramente especulativas en los mercados financieros. Por lo tanto, no es ya una distinción en base a si la instalación o empresa está sujeta a dicha norma o no, sino a qué tipo de operaciones realiza con los Derechos, independientemente de la actividad principal que desarrolle dicha instalación. La naturaleza jurídica del Derecho de Emisión como Instrumento Financiero está siendo actualmente debatida, si bien la opción tomada por Suecia a favor de dicha calificación nos puede servir de guía para futuras investigaciones». Coincidimos con la autora y creemos que la calificación como instrumento financiero parece aún más clara después del Reglamento 1193/2011, como indicamos en el texto.

(15) Más aún, esta característica de los derechos de emisión nos hace cuestionar la utilidad «económica» de los derechos de emisión como activo dado en garantía. Si, como parece probable, en la mayoría de los casos el acreedor pignoraticio es una entidad financiera que no está en condiciones de agotar el derecho de emisión *in natura*, ésta se expone a que las empresas sometidas al régimen de la Directiva que sí están en disposición de agotarlo (mejor dicho, los posibles «subasteros» o simples especuladores que actúen de intermediarios) esperen a agotar el periodo de cotización con el fin de reducir los precios de venta requeridos por las entidades financieras para su transmisión. A esto habría que añadir que, si la entidad sólo puede ejecutar la prenda por los procedimientos ordinarios (como veremos *infra*, § 5) y quiere realizar el derecho con ganancia, deberá iniciar la ejecución con cierta antelación y no arriesgarse a agotar el periodo de cotización (esto implica también que si el *«event of default»* cubierto por el paquete de garantías sobre derechos de emisión se produce en fechas tardías, el acreedor pignoraticio ya no podrá realizar en plazo y con ganancia el derecho de emisión). Como recomendación, consideramos que sería deseable que los asesores que redacten la prenda articulasen un procedimiento de ejecución (notarial) ágil para asegurar que el derecho de emisión se realice con algo de valor (y que tampoco estaría demás, para aclarar la verdadera funcionalidad o efectividad de la prenda, incluir una limitación al respecto en sus *legal opinions*).

(16) Por más que debamos reiterar las dudas que nuestra mejor doctrina ya albergaba acerca de la conveniencia de esta extensión del concepto de instrumento financiero y, más en concreto, en cuanto a su utilización para la constitución de derechos de garantía; véase SÁNCHEZ ANDRÉS, *op. cit.*, p. 46.

En todo caso, algunas de las anteriores dudas parecen haberse disipado desde el 30 de noviembre de 2011, con la entrada en vigor de la modificación del sistema comunitario de comercialización de derechos de emisión previsto en la Directiva 2003/87/EC por Reglamento (UE) núm. 1193/2011, que ha introducido un nuevo artículo 32 ter en el Reglamento (UE) núm. 920/2010 que la desarrolla, conforme a cuyo primer apartado: «[u]n derecho de emisión […] será un **instrumento fungible, en soporte electrónico, que podrá comercializarse en el mercado**» (énfasis añadido). Por tanto, consideramos que, desde esa fecha y en virtud del deber general de interpretación conforme de la normativa nacional respecto a la normativa comunitaria, no cabe dar otra interpretación a lo previsto en el artículo 20 de la Ley 1/2005 que la ya adelantada: esto es, que **los derechos de emisión de gases de efecto invernadero son instrumentos financieros anotados en cuenta**.

Conviene apuntar ya que esta misma situación se extiende para el periodo 2013-2020. Conforme a lo previsto en el artículo 37 del Reglamento (UE) núm. 1193/2011, que también determina la naturaleza jurídica de los derechos de forma directamente aplicable en los Estados miembros, «un derecho de emisión […] constituirá un instrumento fungible, en soporte electrónico, que podrá negociarse en el mercado». Por tanto, tampoco parece que a partir del 1 de enero de 2013 puedan albergarse dudas sobre la naturaleza jurídica de los derechos de emisión como instrumentos financieros representados en anotaciones en cuenta y, por tanto, como elementos patrimoniales susceptibles de constitución de garantías financieras en los términos del artículo séptimo.b) del Real Decreto-ley 5/2005[17].

La misma naturaleza de instrumentos financieros será propia de los derivados sobre derechos de emisión, como ya reconoce el artículo 2.8) LMV, que menciona expresamente entre los instrumentos financieros incluidos en su ámbito de aplicación los «[c]ontratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con variables climáticas […] autorizaciones de emisión […]». Elimina cualquier duda que pudiera quedar al respecto el artículo quinto-2.c) del Real Decreto-ley 5/2005 en la redacción dada por Ley 7/2011[18], al incluir expresamente «los instrumentos derivados sobre los derechos de emisión regulados en la Ley 1/2005» entre los «instrumentos financieros […] previstos en los párrafos segundo a octavo del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores».

2.2. El sistema registral de anotaciones en cuenta de derechos de emisión

Adicionalmente a la determinación de su naturaleza de instrumentos financieros anotados en cuenta, es necesario realizar un breve repaso del sistema registral que los regula. Uno de los requisitos impuestos por la Directiva 2003/87/EC para la implementación de los actuales sistemas nacionales de comercio de derechos de emisión (vigentes hasta 31 de diciembre de 2012, salvo para derechos de nueva asignación, *infra* § 6) es su obligatoria representación mediante anotaciones en cuenta y de conformidad con el sistema de

(17) 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 [BOE núm. 62, de 14-3-2005].

(18) Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y 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 [BOE núm. 139, de 11-6-2011].

doble llevanza de un registro comunitario y de registros nacionales, conectados con el diario independiente de transacciones comunitario (DITC) y con el diario independiente de transacciones de la Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático, de acuerdo con lo previsto en el Reglamento (UE) núm. 920/2010[19]. En España, el registro nacional de derechos de emisión a efectos de cumplimiento con el Protocolo de Kioto (registro PK) y de la Directiva 2003/87/EC se estableció en sus líneas básicas en los artículos 25 a 28 de la Ley 1/2005 y fue desarrollado mediante Real Decreto 1264/2005, por el que se regula la organización y funcionamiento del Registro nacional de derechos de emisión (RENADE)[20].

En su configuración actual, **el RENADE es exclusivamente un registro de titularidades de derechos de emisión de gases de efecto invernadero**. Según el artículo 25.1 de la Ley 1/2005 (en su redacción dada por Real Decreto-ley 5/2005), «[e]l Registro nacional de derechos de emisión es el instrumento a través del cual se asegura la publicidad y permanente actualización de la **titularidad y control** de los derechos de emisión» (énfasis añadido). De manera más definitiva, el artículo 25.3 de la propia Ley 1/2005 establece que el RENADE «tendrá por objeto la inscripción de todas las operaciones relativas a la expedición, titularidad, transmisión, transferencia, entrega, retirada y cancelación de derechos de emisión. Asimismo, inscribirá la suspensión de la capacidad de transmitir derechos de emisión […]». Por tanto, el RENADE se configura como un registro de simple titularidad de los derechos de emisión, con un contenido limitado a la adquisición, transmisión y pérdida de su titularidad. De manera coincidente, el artículo 17 del Real Decreto 1264/2005 sólo prevé la posibilidad de inscribir transmisiones de derechos de emisión, pero no contempla la posibilidad de inscribir otros negocios jurídicos sobre los derechos de emisión —incluyendo la constitución de garantías sobre los mismos[21]—.

Conviene tener en cuenta que la inscripción en el RENADE se impone como requisito constitutivo de la adquisición y transmisión de la titularidad sobre los derechos de emisión (artículos 20.5 y 21.4 Ley 1/2005 y artículo 13.1 RD 1264/2005); y que el carácter constitutivo se refuerza mediante el principio de tutela de los adquirentes de buena fe y conforme a registro, que hace que los derechos de emisión sean prácticamente irreivindicables: «La titularidad publicada por el registro se presume legítima y no estará sujeto a reivindicación el tercero que adquiera de quien figure inscrito, a título oneroso y sin mala fe ni culpa gra-

---

(19) El Reglamento (UE) núm. 920/2010 ha sustituido a los anteriores Reglamento (CE) núm. 2216/2004 de la Comisión, de 21 de diciembre de 2004, relativo a un sistema normalizado y garantizado de registros de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y Decisión 280/2004/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

(20) Real Decreto 1264/2005, de 21 de octubre, por el que se regula la organización y funcionamiento del Registro nacional de derechos de emisión [BOE núm. 253, de 22-10-2005].

(21) En términos similares, véase DÍAZ TABOADA, «Medio ambiente, comercio de derechos de emisión. El registro de bienes muebles y garantías reales para el desarrollo de los mercados primario y secundario del comercio de derechos de emisión», Ponencia presentada en el *9.º Congreso Nacional del Medio Ambiente —Cumbre del Desarrollo Sostenible*, Madrid, del 1 al 5 de diciembre de 2008, <http://www.conama9.org/conama9/paginas/paginas_view.php?idpaginas=157&lang=es&menu=472&id=6878&op=view&tipo=P> (visitada por última vez el 06-12-2011)— aunque en términos poco claros, por la falta de menciones al RENADE, parece que la autora se pronuncia en favor del recurso al Registro de bienes muebles y garantías para la inscripción de las garantías financieras establecidas sobre derechos de emisión, a efectos de garantizar la inscripción equivalente al desplazamiento posesorio necesario para su constitución (sobre estas cuestiones, véase *infra* § 3).

ve» (artículo 21.5 Ley 1/2005 y artículo 13.3 RD 1264/2005). Sin embargo, en línea con nuestros principios registrales generales, la inscripción de una transmisión en el RENADE no sana cualquier eventual vicio de que pueda adolecer el acto o contrato que haya dado lugar a la inscripción, como indica el artículo 13.2 del Real Decreto 1264/2005: «El contenido del RENADE se presume exacto y válido y producirá los efectos que corresponda mientras no se inscriba la declaración judicial de su inexactitud o nulidad. La inscripción no convalida los actos o contratos que sean nulos con arreglo a las leyes». No obstante, en vista de la irreivindicabilidad de los derechos de emisión y del dinamismo que puede adquirir el tráfico en el mercado de derechos (en el que, al ser operaciones de contratación en el mercado, el adquirente será habitualmente de buena fe), las posibilidades de restitución en caso de declaración de nulidad de actos o contratos inscritos en el RENADE parece que deberá instrumentarse mediante compras de reemplazo en el mercado.

En definitiva, el régimen de llevanza de las anotaciones en cuenta mediante las que se representan los derechos de emisión de gases de efecto invernadero en el RENADE es mucho más simple que el previsto para la llevanza de anotaciones equivalentes en otros mercados de instrumentos financieros conforme al Real Decreto 116/1992, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta[22] —cuyo artículo 39 prevé un régimen especial de anotación de la constitución de derechos reales limitados u otros gravámenes (previo desglose de los valores afectados e inmovilización de los mismos en el registro a efectos de impedir su transmisión sin consentimiento del titular del derecho limitado o beneficiario del gravamen). Como veremos más adelante, esta restricción en el diseño del RENADE puede generar dificultades para la constitución de garantías financieras sobre derechos de emisión y, en definitiva, puede limitar significativamente las posibilidades de explotación económica de los mismos por parte de sus titulares[23].

3. REFERENCIA AL RÉGIMEN DE CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA SOBRE DERECHOS DE CRÉDITO, VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA Y GARANTÍAS FINANCIERAS

Una vez fijada la naturaleza jurídica de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero como instrumentos financieros anotados en cuenta en un registro de titularidades (RENADE), y antes de entrar al análisis detallado de la constitución de garantías

(22) Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles [BOE núm. 44 de 20-2-1992] (modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, por el RD 705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de Deuda Pública de las entidades locales y por el RD 363/2007, de 16 de marzo).

(23) Cuestiones que ya adelantamos, siquiera someramente, en el breve debate que ha dado lugar a esta contribución, «para incrementar el potencial uso de los derechos de emisión como garantía financiera, puede ser conveniente una reforma (mejora) del RENADE para convertirlo no sólo en un registro de titularidades (y transmisiones), sino también de derechos limitados sobre los mismos —siguiendo el modelo del artículo 39 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles—»; véase «Dificultades para la constitución de garantías sobre derechos de emisión de gases de efecto invernadero» <http://howtocrackanut.blogspot.com/2011/11/dificultades-para-la-constitucion-de.html>, visitada por última vez el 28-12-2011.

sobre los mismos, esta sección describe brevemente el régimen de pignoración de derechos de crédito y valores anotados en cuenta, así como el funcionamiento básico del régimen de garantías financieras. La referencia pretende ilustrar el régimen general aplicable a la pignoración de derechos de emisión con el fin de situar en su contexto el problema de la falta de acceso registral de la prenda en el RENADE y sus posibles efectos. Dado que las normas comunitarias y nacionales en materia de constitución de garantías financieras presentan ciertas dificultades de interpretación, en esta sección proponemos, además, una concepción unitaria de los requisitos de constitución sobre la base del Real Decreto-ley 5/2005 y de la Directiva 47/2002/CE[24].

3.1. Prenda de derechos de crédito

El Código civil no contempla específicamente el régimen jurídico de la prenda de derechos de crédito o de derechos subjetivos incorporales. No obstante, la posición mayoritaria ha considerado que el régimen de la pignoración de créditos debe construirse a partir de las reglas de la cesión de créditos (artículo 1526 y ss. CC), como una forma de cesión parcial o limitada con fines de garantía[25]. En opinión de algunos autores, a la constitución de la prenda sobre un derecho de crédito le sería aplicable la exigencia de forma establecida en el artículo 1863 CC, mientras que el requisito del desplazamiento posesorio quedaría sustituido por la notificación de la prenda al deudor cedido. Sin embargo, la postura mayoritaria sostiene que el desplazamiento posesorio se articula a través de la cesión del crédito —no siendo necesaria la notificación al deudor cedido como requisito para la existencia o la válida constitución de la prenda (sin perjuicio de que el deudor no notificado de la cesión resulte liberado si paga de buena fe al cedente, artículo 1527 CC)— y que la publicidad frente a terceros precisa únicamente de formalización en documento público[26] o en documento privado con fecha cierta. Esta posición ha encontrado cierto acomodo legal[27] y jurisprudencial[28] en los últimos años. De acuerdo con el artículo 90.1.6.º de la Ley Con-

(24) Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera [DO L 168, de 27-6-2002].

(25) Sobre la regulación de la prenda de créditos, véase CARRASCO PERERA, CORDERO LOBATO Y MARÍN LÓPEZ, *Tratado de los Derechos de Garantía*, tomo II, Cizur Menor, Thomson-Reuters Aranzadi, 2008, p. 234.

(26) Sobre este esquema de construcción de la prenda, véase VEIGA COPO, *Créditos, garantías y concurso*, Cizur Menor, Thomson-Reuters Aranzadi, 2010, p. 76.

(27) Así parece confirmarlo el artículo 90.1.6.º de la Ley Concursal, cuando indica que «bastará con que conste en documento con fecha fehaciente para gozar de privilegio sobre los créditos pignorados».

(28) La jurisprudencia del Tribunal Supremo, por su parte, ha ido evolucionando hasta llegar a la situación actual en la que parece consolidada la configuración jurisprudencial de la prenda de créditos como cesión limitada del derecho de crédito (véanse Sentencias de 12-12-2002, RJ 2003/305 y 10-03-2004, RJ 2004/1821). El Tribunal Supremo ha reconocido que «la constitución de una prenda de crédito [que] puede comprender una cesión de dicho crédito y [que] se puede construir —como admite doctrina científica moderna— a través del mecanismo de la cesión» (STS 12-12-2002, RJ 2003/305). En la actualidad, como es sabido, la Ley Concursal recoge en su artículo 90.1.6.º, como créditos con privilegio especial, «Los créditos garantizados con prenda constituida en documento público, sobre los bienes o derechos pignorados que estén en posesión del acreedor o de un tercero. Si se tratare de prenda de créditos, bastará con que conste en documento con fecha fehaciente para gozar de privilegio sobre los créditos pignorados». Véase jurisprudencia citada al respecto en BARÓ CASALS, «El descuento y otras cesiones de crédito ante el concurso de acreedores», en *Revista Informativa del Registro de Economistas Forenses*, abril-junio 2008, núm. 26, 2008, p. 18: Sentencia JM-1 Madrid 16-10-2006 (Incidente Concursal 643/2005), que califica como acreedor pignoraticio al Banco titular de

cursal, la construcción de la prenda sobre derechos subjetivos incorporales, en caso de ser pignorables, parece que exigiría exclusivamente la formalización en documento público.

3.2. Prenda de valores anotados en cuenta

El régimen de pignoración de los valores representados mediante anotaciones en cuenta aparece regulado en los artículos 10 LMV y 320 y ss. CCo y ha sido objeto de desarrollo reglamentario, principalmente, en el Real Decreto 116/1992[29]. Dicho régimen también sería aplicable a los instrumentos financieros de acuerdo con el artículo 2 II LMV[30]. Dispone el artículo 10 LMV que la constitución de la prenda sobre un valor representado mediante anotación en cuenta requiere, específicamente, la inscripción en el registro contable correspondiente. La inscripción cumple aquí las funciones de traslado posesorio y publicidad frente a terceros. El artículo 10 LMV sustituye así la forma de acreditación de los requisitos establecidos en los artículos 1863 y 1865 CC, respectivamente.

A pesar de que los registros contables no son formalmente públicos, rige el principio de irreivindicabilidad derivado de la fe pública registral (artículo 9 III LMV). Así, el Real Decreto 116/1992 desarrolla los principios de prioridad registral y tracto sucesivo, en virtud de los cuales no se admitirá ninguna inscripción de derechos constituidos con anterioridad, pero que sean opuestos e incompatibles con el derecho inscrito. En caso de compatibilidad, la preferencia se determina por la fecha de inscripción. El Real Decreto 116/1992 establece también algunas reglas especiales aplicables a la prenda de valores anotados en cuenta. Los valores sobre los que ha sido constituido un derecho real limitado son objeto de desglose en el registro contable correspondiente (artículos 31.3 y 47). Los titulares de derechos pueden solicitar la expedición de certificados de legitimación que acrediten la titularidad o gravamen (artículo 18)[31]. Cuando se transmite la propiedad de valores pignorados, la entidad encargada debe notificar dicha transmisión al acreedor pig-

---

una cesión en garantía, que equipara a la pignoración, así como la Sentencia JM-1 Las Palmas 15-09-2005 (Incidente Concursal 54/2005) y las Sentencias JM-1 Murcia 04-04-2006 (Incidente Concursal 25/2006) y 29-11-2006 (Incidente Concursal 151/2006), de las que resulta que ni el documento público ni la notificación al deudor son requisitos de validez de la prenda, que nace válida frente a terceros desde que existe consentimiento por parte del cedente-pignorante y el cesionario-acreedor-pignoraticio y consta en documento privado con fecha cierta.

(29) Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores mediante anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles [BOE núm. 44, de 20-2-1992] (modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, por el Real Decreto 705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales, y por el Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo, de modificación de varios RR.DD. en materia de mercados secundarios).

(30) Pese a que el tenor literal del artículo 2 II LMV prevé que la aplicación de sus normas a los instrumentos financieros se realizará «con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas», consideramos que en este ámbito no es necesaria adaptación alguna a las reglas relativas a la constitución de prendas sobre valores mobiliarios anotados en cuenta (por identidad de función).

(31) La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados mediante anotaciones en cuenta o de los derechos reales limitados constituidos sobre ellos puede acreditarse mediante la exhibición de dichos certificados. No consideramos, en todo caso, necesario abordar la compleja cuestión de la potencial «(re)incorporación» de los derechos al título, dado que la desmaterialización de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero y el mandato comunitario de que se representen mediante anotaciones en cuenta limitan los efectos de la posición que se adoptase en esta materia.

noraticio, el cual, sin perjuicio de que pueda solicitar la expedición de un nuevo certificado, debe restituir el que tenga expedido a su favor tan pronto le sea notificada la transmisión (artículo 50.3). Los valores respecto de los que estén expedidos los certificados de legitimación quedan inmovilizados, esto es, las entidades encargadas no pueden dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones en tanto no hayan sido restituidos dichos certificados, salvo que se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o administrativas (artículo 21.1). Los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales sobre los que se haya constituido una prenda tampoco pueden ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que las Bolsas tengan establecidos y las entidades adheridas no los pondrán a disposición del servicio de Compensación y Liquidación en el proceso de compensación y liquidación en tanto no conste el consentimiento del titular del derecho real de garantía o del beneficiario del gravamen (artículo 39.2). En definitiva, el sistema de desglose y bloqueo de los valores sometidos a prenda y de la extensión (pseudo-publicidad o manifestación externa) de las restricciones mediante las reglas aplicables a los certificados de legitimación y su valor traslativo vienen a reconstruir la apariencia externa propia de la desposesión de los títulos o de los endosos limitados en títulos-valores y, por tanto, deben entenderse como normas claramente tuitivas tanto del acreedor pignoraticio como del tercero de buena fe.

3.3. Garantías financieras

Para acabar de completar el contexto necesario para nuestro análisis, debe subrayarse que la prenda que sea calificable de «garantía financiera» se rige por lo dispuesto en el Real Decreto-ley 5/2005. A este respecto, conviene tener en cuenta que el ámbito de aplicación del régimen de garantías financieras[32] es tan amplio que comprende, probablemente, la mayor parte de los supuestos que se producen en el tráfico jurídico. Como adelantábamos, el artículo 3 de la Directiva 2002/47/CE, relativo a los requisitos formales de las garantías financieras, y su transposición en el artículo 8 del RD-L 5/2005[33], presentan algunas dificultades de interpretación. En particular, nos preguntamos si el requisito de inscripción registral que parece exigir el artículo 8.2.a) *in fine* del RD-L 5/2005 es compatible con la prohibición de «actos formales» contenida en el artículo 3 de la Directiva 2002/47/CE. El apartado 1 del artículo 3 de la Directiva sugiere que los Estados miembros no pueden exigir la realización de ciertos actos formales (como el registro o la notificación al deudor) como *requisito de constitución* de una garantía financiera,

(32) Es aplicable cuando una de las contrapartes del acuerdo es una entidad financiera de las listadas en el artículo 4 del RD-L 5/2005 y la otra es una persona jurídica.

(33) Artículo octavo: «1. Los acuerdos de garantía financiera regulados en este Capítulo deberán constar por escrito o de forma jurídicamente equivalente, sin que pueda exigirse ninguna otra formalidad para su constitución, validez, eficacia frente a terceros, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba. 2. La constitución del derecho de garantía requerirá, además del acuerdo a que se refiere el apartado anterior, la aportación del activo objeto de la garantía y constancia de ello por escrito o forma jurídicamente equivalente. A estos efectos: Se entenderá que una garantía ha sido válidamente aportada cuando el bien objeto de la garantía haya sido entregado, transmitido, registrado o acreditado de cualquier otro modo de forma que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre. […] a) En el caso de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, se entenderá que la garantía ha sido constituida y aportada **desde la inscripción en el registro contable de la nueva titularidad o de la garantía pignoraticia** […]» (énfasis añadido).

aunque sí pueden establecer estos mismos actos formales como *requisitos de eficacia* de la garantía frente a terceros (en una distinción que parece dar mucha importancia a la eventual validez *inter partes* de la garantía que, por lo demás, será perfectamente inútil en caso de inefectividad de la misma frente a terceros, que es el supuesto para el que el acreedor pignoraticio la negocia). En cualquier caso, de la prohibición de la primera oración del apartado 1 debe exceptuarse lo dispuesto en el artículo 1.5, que indica que la Directiva no es aplicable a las garantías financieras «una vez que éstas se hayan prestado y exista constancia por escrito». El artículo 3.2, por su parte, establece que lo dispuesto en el apartado 1 «se entiende sin perjuicio de la aplicación de la presente Directiva a las garantías financieras sólo después de que éstas se hayan prestado y si esta prestación puede acreditarse por escrito y el acuerdo de garantía financiera puede acreditarse por escrito o forma legalmente equivalente». Si entendemos que los términos «aportación» y «prestación», en caso de que sean sinónimos, hacen alusión al «traslado posesorio», quizá la lectura más convincente del precepto sea que la Directiva 2002/47/CE no es aplicable al régimen del traslado posesorio de un derecho de prenda, cuya regulación sigue sujeta a lo dispuesto en cada Estado miembro, aunque sí sería aplicable a los requisitos de constitución (distintos del traslado posesorio) y de eficacia frente a terceros de un derecho de prenda sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta. Esto es, **los Estados miembros pueden configurar la inscripción registral como forma de acreditación del traslado posesorio**[34] **y como requisito de eficacia frente a terceros**, pero no pueden exigir el registro o la notificación al deudor como requisito de «constitución» de una garantía financiera, siempre que la «prestación» conste por escrito o forma legalmente equivalente (que puede ser la inscripción registral). De acuerdo con esta lectura, los efectos de la inscripción registral establecidos en el artículo 8.2 del Real Decreto-ley y en el artículo 10 LMV[35], esto es, traslado posesorio y publicidad frente a terceros, no parece que contradigan lo dispuesto en el artículo 3 de la Directiva.

En definitiva, y a modo de conclusión preliminar, parece que tanto conforme a las reglas generales de constitución y eficacia de prendas sobre valores anotados en cuenta, como bajo el régimen especial aplicable en el caso de que éstas puedan tener la consideración de garantías financieras, nuestro estudio debe enfrentar varias dificultades que abordamos en la siguiente sección.

---

(34) Artículo 2.2 de la Directiva 47/2002/CE: «Toda referencia de la presente Directiva a una garantía financiera "prestada" o a la prestación de garantía financiera indican la garantía financiera entregada, transferida, mantenida, registrada o designada de otro modo con objeto de que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre. Los derechos de sustitución o de retirada del excedente de garantía financiera en favor del garante se entienden sin perjuicio de que la garantía financiera se haya prestado al beneficiario conforme a lo dispuesto en la presente Directiva».

(35) Opiniones en contra en CARRASCO PERERA, *op. cit.*, p. 302: «Para la constitución de los derechos de prenda, el artículo 10 establece la triple particularidad de que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título, (dejando sin efecto para estos valores la exigencia del artículo 1863 CC), que la inscripción en la cuenta correspondiente es requisito constitutivo de la prenda y que la oponibilidad a tercero no proviene del documento público de constitución del gravamen (artículo 1865 CC), que no exige sino desde la inscripción correspondiente». En nuestra opinión, del tenor del artículo 10 I y II LMV se desprende que la inscripción en el registro no tiene carácter constitutivo, al menos eso sugieren los tiempos verbales «deberá inscribirse» y «será oponible». Así lo parece confirmar también el artículo 13 del Real Decreto 116/1992.

4. DIFICULTADES ACTUALES PARA LA VÁLIDA CONSTITUCIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS Y PRENDAS SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN ANOTADOS EN CUENTA

En efecto, si entendemos, como hemos justificado en secciones anteriores, que los derechos de emisión tienen la consideración de instrumentos financieros representados mediante anotaciones en cuenta y les son aplicables, según el caso, los regímenes de pignoración establecidos en el artículo 10 LMV y concordantes y en el artículo 8 del RD-ley 5/2005, **el cumplimiento de los requisitos de constitución aplicables a una prenda sobre derechos de emisión presenta algunas dificultades**. El régimen general aplicable a los valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como el régimen especial de las «garantías financieras»[(36)], **configuran la inscripción en el registro contable correspondiente como requisito constitutivo de la prenda. Sin embargo**, el Real Decreto 1264/2005 **no prevé que los acuerdos de pignoración de derechos de emisión sean actos inscribibles en el RENADE**. De ahí que la primera pregunta que nos planteemos sea, pues, si cabe la constitución de un derecho real de prenda sobre un derecho de emisión sin inscripción registral y, de ser éste el caso, conforme a qué requisitos de constitución y con qué efectos.

El artículo 19 de la Directiva 2003/87/CE y el artículo 25 de la Ley 1/2005, que regulan el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, prevén la «transmisión» o «transferencia» de derechos de emisión. Sin embargo, estos cuerpos legales no prevén que la pignoración de derechos de emisión sea un acto inscribible en el RENADE como tal ni que tenga la consideración de transmisión o transferencia de derechos que, aunque poco definidos, sí constituyen actos inscribibles. El Real Decreto 1264/2005, que regula el RENADE[(37)], y el acuerdo del Consejo de Ministros por el que la gestión técnica del RENADE es encomendada a Iberclear tampoco contemplan la inscripción de acuerdos de pignoración[(38)]. Dispone el artículo 3 de la Directiva 2003/87/CE que los derechos de emisión son «transferibles» de conformidad con lo dispuesto en la propia Directiva. El hecho de que el legislador comunitario no previese específicamente la pignoración entre los posibles negocios de «transferencia» regulados en el artículo 12 y ss. de la Directiva quizá podría haberse interpretado como una prohibición tácita de este tipo de negocio jurídico (cualquiera que no suponga, fundamentalmente, una transmisión plena a

---

(36) Tanto la Directiva como el Real Decreto distinguen entre «acuerdos de garantía financiera» y «garantías financieras», sin detallar las diferencias entre unos y otras. La doctrina ha sugerido que el acuerdo de garantía podría describir el contrato constitutivo, siendo la garantía la entrega o aportación, o bien, por el contrario, que el acuerdo de garantía financiera es el acuerdo marco eventualmente existente, mientras que la garantía financiera sería la ejecución del mismo por medio de un acuerdo singularizado (CARRASCO PERERA, *op. cit.*, pp. 639 y ss.). A los efectos de esta contribución hemos considerado que el acuerdo de garantía financiera constituye el contrato de prenda (negocio obligacional), mientras que la garantía financiera se corresponde con la constitución del derecho real de prenda (negocio real).

(37) El RENADE está adscrito a la Oficina Española de Cambio Climático del Ministerio de Medio Ambiente, a quien se asigna las funciones de dirección, administración y supervisión del registro. La gestión técnica del registro fue encomendada mediante acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de noviembre de 2004 a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear).

(38) Representantes de Iberclear han confirmado a los autores que en la práctica registral tampoco se admite la inscripción de acuerdos de pignoración de derechos de emisión.

un tercero o su cancelación registral «por uso») sobre los derechos de emisión[39]. Sin embargo, del Considerando 13 del ya citado Reglamento (UE) núm. 1193/2011 se desprende que el legislador comunitario admite, en principio, la constitución de gravámenes sobre derechos de emisión, cuando indica que el Registro comunitario no está diseñado para la inscripción de garantías sobre los derechos de emisión y sería necesaria una reforma para «contemplar tipos adicionales de cuentas u otros medios que faciliten el mantenimiento de derechos de emisión (…) en nombre de terceros, **o su utilización como garantía**» (énfasis añadido). Los Estados Miembros no siguieron una interpretación unánime de la Directiva 2003/87/CE a la hora de transponer este punto[40]. Aunque no es descartable que el legislador español se amparase en la ambigüedad del artículo 12 de la Directiva con el fin de eliminar tácitamente la posibilidad de pignorar los derechos de emisión, parece más probable que la omisión sea atribuible a la incuria legislativa[41]. Dicho esto, la pignoración de derechos de emisión es una práctica más o menos extendida en el tráfico jurídico y ni los despachos de abogados ni sus clientes parecen haber considerado la falta de inscripción de este tipo de prendas un impedimento serio a la hora de emitir o aceptar *legal opinions* en materia de derechos reales de prenda sobre un derecho de emisión.

Si, como hemos visto, el desplazamiento posesorio y la eficacia frente a terceros de una prenda sobre un instrumento financiero representado mediante anotación en cuenta (constituya ésta una garantía financiera o no) requieren de inscripción en un registro contable, ¿significa esto que no cabe la pignoración de derechos de emisión o que ésta puede formalizarse de acuerdo con requisitos distintos a aquellos aplicables a las anotaciones en cuenta?

En vista de que la prenda de derechos de emisión no parece haber sido prohibida específicamente por el legislador y que tampoco cabe el acogimiento a la prenda no posesoria en este supuesto[42], debemos preguntarnos entonces de qué modo pueden formalizarse el desplazamiento posesorio y la publicidad frente a terceros. En nuestra opinión, el régimen aplicable al desplazamiento posesorio debe ser, ante la imposibilidad de formalizar la inscripción registral, el régimen general aplicable a los derechos incorporales pignorables, esto es, la formalización en documento público (*supra* § 3.1).

---

(39) El hecho de que el legislador comunitario no incluyese específicamente los acuerdos de pignoración entre los actos inscribibles no parece que deba interpretarse como una prohibición tácita de este negocio jurídico sobre los derechos de emisión si consideramos que los diferentes regímenes nacionales presentan diferencias significativas en cuanto a los requisitos de constitución.

(40) Los Países Bajos prohibieron expresamente la pignoración de derechos de emisión. El reglamento regulador del registro de derechos de emisión alemán previó inicialmente la posibilidad de inscribir acuerdos pignoraticios sobre derechos de emisión. Entre las modificaciones del reglamento introducidas para el periodo de asignación 2008 a 2012 estaba precisamente la eliminación de los acuerdos de pignoración como actos inscribibles. La exposición de motivos de la ley de reforma indica expresamente que la eliminación de esta sección registral se debe a la disparidad de criterios entre los Estados miembros a la hora de prever la inscripción de los acuerdos de pignoración y la inseguridad que ésta puede generar en el tráfico jurídico.

(41) En lugar de obstaculizar el cumplimiento del requisito del desplazamiento posesorio, parece más probable que, si el legislador hubiese querido prohibir la pignoración de derechos de emisión, hubiera previsto expresamente que este derecho no puede constituir «objeto» de prenda en los términos de los artículos 1863 y 1864 CC. En tanto, en que bienes incorporales que están en el comercio, la prenda que recae sobre los derechos de emisión es válida aunque atípica.

(42) No parece que la prenda sobre derechos de emisión pueda configurarse como prenda sin desplazamiento a la vista de los artículos 52 y 54 de la Ley de 16 de diciembre de 1954, sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión [BOE núm. 352, de 18-12-1954].

No obstante, aun si admitimos la pignoración del derecho de emisión de conformidad con el artículo 90.1.6.º de la Ley Concursal (esto es, la constitución de la prenda), la falta de inscripción registral hace necesario revisar la aplicación de ciertas reglas previstas en el régimen de prenda sobre anotaciones en cuenta y en el régimen de garantías financieras (a efectos de garantizar su oponibilidad frente a terceros y la prioridad crediticia de recobro o satisfacción en la realización de los instrumentos financieros y con independencia de cualquier eventual situación concursal, que será fundamental a la hora de valorar la utilidad práctica del instrumento y, en definitiva, el valor de las garantías constituidas sobre derechos de emisión de gases de efecto invernadero).

Los registros contables y, en particular, el RENADE se rigen por el principio de irreivindicabilidad derivado de la fe pública registral. A este respecto, el artículo 324 CCo establece una regla especial en materia de pignoración de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. De acuerdo con esta regla, los valores anotados que hayan sido pignorados en los términos del artículo 320 no están sujetos a reivindicaciones mientras no sea reembolsado el acreedor pignoraticio, sin perjuicio de los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de la desposesión. Del artículo 320 y ss. se deduce que la prenda debe estar inscrita en el registro contable correspondiente, cosa que no parece factible en el caso de los derechos de emisión, por lo que el acreedor pignoraticio de una prenda de derecho de emisión no inscrita y formalizada en documento público no podría acogerse a este régimen de protección.

Otra consecuencia significativa de la falta de inscripción registral de la prenda de derechos de emisión es que no sería de aplicación el régimen de inmovilización registral regulado en el Real Decreto 116/1992. El acreedor pignoraticio no está protegido registralmente frente a los actos de disposición del pignorante. Si los derechos de emisión estuviesen admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, su pignoración no impediría que éstos fuesen objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que las Bolsas tengan establecidos. Además, el acreedor pignoraticio no puede solicitar certificados acreditativos del derecho de prenda, y la entidad encargada tampoco podría notificarle las sucesivas transmisiones de los derechos pignorados.

En el caso de que el derecho de emisión sea objeto de una garantía financiera se plantea un problema con respecto al ejercicio de los derechos de sustitución y disposición previstos en artículo 9 del del Real Decreto-ley 5/2005. De acuerdo con este precepto, cuando el acuerdo de garantía financiera así lo prevea, el acreedor pignoraticio de la garantía podrá ejercer un derecho de disposición del objeto de aquélla, consistente en poder hacer uso y disponer como titular del objeto de dicha garantía financiera. En el caso de la prenda sobre derechos de emisión, las eventuales disposiciones efectuadas por el acreedor pignoraticio no gozan de protección registral (y cabe, incluso, preguntarse si son posibles, puesto que la transmisión de los derechos de emisión sí requiere inscripción en el RENADE con efectos constitutivos, y, en virtud del principio de tracto sucesivo, es difícil prever un escenario en que el acreedor pignoraticio pudiera legitimarse de manera suficiente frente a Iberclear para poder disponer de los derechos de emisión pignorados para proceder a su disposición). Además, en todo caso, la entidad encargada no puede dar cumplimiento al deber de notificación al titular registral (o al acreedor pignoraticio, en el caso de que ejercitase el derecho de disposición fuese ejercitado por el titular) de conformidad con lo previsto en el artículo 50.3 del RD-L 5/2005. Tampoco pueden obtener, en cada caso, el titular y el acreedor pignoraticio un certificado debidamente actualizado por la entidad encargada.

5. PARTICULARIDADES DE LA EJECUCIÓN DE LA PRENDA SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN

Como acabamos de ver, en el caso de que los derechos de emisión estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o la prenda sea calificable de garantía financiera, la falta de inscripción registral determina algunas dificultades significativas que impiden que el acreedor pignoraticio pueda acogerse a los procedimientos de ejecución aplicables[43].

En este sentido, dispone el artículo 322 CCo que, en el supuesto de que la prenda conste en escritura pública, tenga por objeto valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial y siempre que la prenda garantice un préstamo o una cuenta corriente de crédito abierta por una entidad de crédito[44], el acreedor pignoraticio estará autorizado a pedir la enajenación de los valores al organismo rector del correspondiente mercado secundario, siempre que pueda entregar la escritura pública y el certificado acreditativo de la inscripción de la prenda. En el caso de la prenda sobre derechos de emisión no parece que el acreedor pignoraticio pueda hacer uso de este procedimiento de ejecución, en vista de que no puede satisfacer el requisito de la aportación del certificado.

Respecto de las garantías financieras, dispone el artículo 12 del RD-ley 5/2005 que cuando el objeto de la garantía financiera sean valores negociables u otros instrumentos financieros registrados en una entidad participante en un sistema de compensación y liquidación, el acreedor pignoraticio podrá solicitar la enajenación de los valores dados en garantía u ordenar su traspaso libre de pago a su cuenta. El acreedor pignoraticio está obligado a entregar a la entidad encargada de llevar los valores pignorados un requerimiento de ejecución que contendrá, entre otros, el «nombre y datos del depositario de las garantías», esto es, la identificación de la entidad encargada de la llevanza de la cuenta en que haya quedado inscrita la garantía. No parece que este requisito pueda cumplirse en el caso de una prenda de derechos de emisión, por lo que el acreedor pignoraticio tampoco podría utilizar este procedimiento de ejecución.

En definitiva, en vista de que el acreedor pignoraticio no puede recurrir a los procedimientos ejecutivos propios de los valores admitidos a cotización y de las garantías financieras, parece que sólo podrá ejecutar la prenda a través del procedimiento ordinario del artículo 1872 CC, el procedimiento establecido en los artículos 268 y 269 del Reglamento de Bolsas de Comercio[45], la vía judicial prevista en la LEC o, en su caso, el procedimiento pactado por las partes. En cualquier caso, nos encontramos ante un instrumento que, en su configuración actual y en defecto de acceso registral al RENADE, parece tener muy poco interés práctico por las grandes dificultades en su ejecución, cualquiera que sea la vía elegida, especialmente en caso de transmisión del derecho de emisión pignorado por parte del deudor pignoraticio titular (e insolvente) a un tercero adquirente de buena fe.

---

(43) La prenda prestada en garantía de las obligaciones contraídas frente a sistemas de pagos de liquidación de valores se rigen por lo dispuesto en el artículo 14.5 de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores [BOE núm. 272, de 13-12-1999].

(44) Parece que este procedimiento también sería aplicable a valores anotados en cuenta pignorados en garantía de créditos distintos de los préstamos y los contratos de crédito (véase CARRASCO PERERA, *op. cit.*, p. 321).

(45) Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio [BOE núm. 168, de 15-7-1967].

6. PERSPECTIVA DE FUTURO: EL CAMBIO DE SISTEMA REGISTRAL CONFORME A LA DIRECTIVA 2009/29/CE DE 23 DE ABRIL Y AL REGLAMENTO (UE) NÚM. 1193/2011 DE LA COMISIÓN DE 18 DE NOVIEMBRE

Dado que las dificultades de constitución y, sobre todo, ejecución de garantías pignoraticias sobre derechos de emisión derivan del derecho positivo vigente en materia registral, conviene proyectar el análisis al futuro, en busca de posibles cambios que tiendan a a facilitar el uso de estos activos como garantías (o *collateral*), especialmente si se tienen en cuenta las iniciativas en el ámbito comunitario, encaminadas a incrementar su valor patrimonial. Como hemos mencionado de pasada, desde el 1 de enero de 2013 (y desde el 1 de enero de 2012 para derechos de nueva asignación en el caso del transporte aéreo), el sistema registral de derechos de emisión de gases de efecto invernadero pasará a constituirse en un sistema estrictamente centralizado, en el que los Estados Miembros deberán registrar todas las operaciones sobre derechos de emisión sujetos a normativa comunitaria en el nuevo «Registro de la Unión», en los términos del Reglamento (UE) núm. 1193/2011. En este sentido, resulta especialmente claro el Considerando (38) de la Directiva 2009/29/CE, que indica que «[p]ara garantizar que los derechos de emisión puedan transferirse entre personas dentro de la Comunidad sin restricción alguna y que el régimen comunitario pueda vincularse a regímenes de comercio de derechos de emisión de terceros países y entidades subfederales y regionales, a partir de enero de 2012 todos los derechos deben consignarse en el registro comunitario […] Esta disposición debe entenderse sin perjuicio del mantenimiento de registros nacionales para las emisiones no incluidas en el régimen comunitario. El registro de la Comunidad ofrecerá servicios de la misma calidad que los registros nacionales».

Como indica la Directiva, este cambio a un modelo de registro centralizado no implica necesariamente la desaparición del RENADE, que puede mantenerse como registro independiente para la comercialización de derechos no sometidos a normativa comunitaria —o, incluso, como registro de apoyo en una estructura de doble escalón, en cuyo caso vería limitada su función y efectos jurídicos, especialmente en caso de discrepancia entre lo inscrito en el Registro de la Unión y el RENADE (puesto que el contenido del primero debe prevalecer por mandato comunitario)—.

En todo caso, a los efectos de nuestro trabajo y de los anteriores análisis, **la nueva estructura centralizada del registro de anotaciones en cuenta de derechos de emisión de gases de efecto invernadero no genera grandes cambios, puesto que el Registro de la Unión (al igual que el RENADE) se configura exclusivamente como un registro de titularidades** (artículo 35 Rgto. 1193/2011), cuya inscripción es constitutiva y cuyo contenido se presume válido y se ve reforzado con importantes restricciones a la reivindicabilidad de derechos adquiridos de buena fe conforme al registro —tal y como establecen claramente los artículos 37.2 «[d]ado que los derechos de emisión y las unidades de Kioto solo existen en soporte electrónico, la consignación en el Registro de la Unión constituirá una prueba suficiente a primera vista de la titularidad de un derecho de emisión o unidad de Kioto, y de cualquier otro aspecto cuya consignación en el Registro exija o autorice el presente Reglamento» y 37.4 «[e]l comprador y titular de un derecho de emisión o unidad de Kioto que actúe de buena fe adquirirá la titularidad de un derecho de emisión o unidad de Kioto exenta de los eventuales defectos de la titularidad del transmitente» del

Reglamento (UE) núm. 1193/2011. Adicionalmente, conforme al artículo 10.5 del propio Reglamento, «[l]as cuentas se regirán por la legislación y estarán bajo la jurisdicción del Estado miembro de su administrador, y las unidades que contengan se considerarán situadas en el territorio de ese Estado miembro», por lo que tampoco se produce ningún cambio de régimen jurídico indirecto derivado de un posible cambio de ley aplicable.

En definitiva, como ya hemos adelantado y como pone de manifiesto su propio Considerando 13, **el Registro Comunitario no está diseñado para la inscripción de garantías sobre los derechos de emisión de gases de efecto invernadero** y sería necesaria una revisión del Reglamento (UE) núm. 1193/2011 para «contemplar tipos adicionales de cuentas u otros medios que faciliten el mantenimiento de derechos de emisión […] en nombre de terceros, o su utilización como garantía». A estos efectos, aventuraremos algunas sugerencias.

7. CONCLUSIONES

Como hemos visto a lo largo de esta contribución, los derechos de emisión de gases de efecto invernadero son instrumentos financieros anotados en cuenta susceptibles de constitución de prenda y, en particular, de garantías financieras. Aunque por ahora hayan tenido un valor patrimonial limitado (debido a la falta de escasez en los planes de asignación y a la ralentización de la actividad industrial y el consumo energético en todos los sectores a resultas de la crisis económica que sufrimos desde 2008), las iniciativas pendientes y las mejoras ya introducidas en el mercado de derechos para el periodo 2013-2020 auguran un incremento significativo de su valor patrimonial y, por tanto, del interés en la constitución de garantías pignoraticias a efectos de «movilizar» su valor patrimonial y de flexibilizar la financiación de las empresas sometidas al régimen de la Directiva 2003/87/CE.

Nuestro análisis ha mostrado que, más allá de cualquier discusión doctrinal relativa a la naturaleza jurídica de los derechos (que consideramos instrumentos financieros representados mediante anotaciones en cuenta) y de los requisitos aplicables a la constitución y eficacia de las garantías reales sobre los mismos, la dificultad que existe en la explotación económica de los derechos de emisión como objetos de garantía radica fundamental y casi exclusivamente en la configuración del RENADE (y el Registro de la Unión) como registro de titularidades. En este sentido, parece que la única sugerencia a realizar (de fácil implementación, por lo demás) es proceder a la reforma del sistema comunitario (o, al menos, del RENADE, como registro de segundo escalón) para autorizar la inscripción de derechos limitados, fundamentalmente prendas, sobre los derechos de emisión. En ese caso, la configuración del registro también está ya diseñada, y consideramos que lo oportuno sería adoptar las mismas normas aplicables a la constitución de prendas sobre valores anotados en cuenta de conformidad con el artículo 10 LMV y normativa concordante y de desarrollo —notablemente, el artículo 39 del RD 116/1992, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta—.

ANÁLISIS COMPARADO SOBRE EL RÉGIMEN DE GOBIERNO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESTADOS UNIDOS Y ESPAÑA

ANA CRISTINA GÓMEZ PÉREZ

Catedrática Auxiliar de la Escuela de Derecho de la Universidad de Puerto Rico
Doctora por la Universidad Complutense de Madrid, Máster en Derecho privado de la Universidad Carlos III de Madrid
Juris Doctor Universidad de Puerto Rico

RESUMEN

La crisis del mercado de valores ha descubierto innumerables esquemas de fraude bursátil. En este artículo se analizará la situación en que se halla el pequeño inversor en uno de los productos bursátiles más difundidos en el mundo: el fondo mutuo. Se compararán dos ordenamientos jurídicos con diferentes tradiciones jurídicas, pero ambos caracterizados por una reconocida estabilidad financiera: el norteamericano y el español. El sistema español, caracterizado por su tradición forma y positiva doctrinal y jurisprudencialmente, y el sistema norteamericano, más flexible y complejo cuando se trata de sistema de gobierno y de los proveedores de servicio del fondo mutuo.

Palabras clave: *Fondos mutuos, fondos de inversión colectiva, responsabilidad fiduciaria, bolsa de valores.*

ABSTRACT

The crisis taking over the stock market nowadays has exposed countless schemes of abuse by stock market actors. This article will analyze the present situation of small investors in one of the most internationally used stock products: mutual funds. A comparison will be made between two juridical ordinances with different juridical traditions, and yet both characterized by a renowned financial stability: that of the United States and the one from Spain. The system in Spain faces a positive and formal tradition both doctrinally as well as judicially and the North American system, more complex and flexible when it comes to the governing system and service providers for the Mutual Fund.

Key words: *Mutual fund, fondos de inversión colectiva, Fiduciary Liability, stock market.*

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

I. ESQUEMAS DE INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS.

II. EL FONDO MUTUO.

III. VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA.

IV. REPRESENTACIÓN GRÁFICA DE AMBOS VEHÍCULOS DE INVERSIÓN.

V. ELEMENTOS COMUNES DE LOS FONDOS EN ESTADOS UNIDOS Y ESPAÑA.

VI. DIFERENCIAS ENTRE EL FONDO MUTUO DE ESTADOS UNIDOS Y EL FONDO DE INVERSIÓN COLECTIVA DE ESPAÑA.

1. Naturaleza del negocio.

A) Nombramiento y remoción de las personas o entidades a cargo del sistema de gobierno del vehículo de inversión.

B) Alteraciones expresas a la política de inversiones.

C) Normas para las compensaciones y retribuciones de las personas o entidades que trabajan con o para el vehículo de inversión.

2. Restricciones al Derecho de desinversión.

3. La responsabilidad fiduciaria de los entes decisorios del vehículo de inversión.

A) Responsabilidad fiduciaria en España.

B) Responsabilidad fiduciaria en Estados Unidos.

CONCLUSIONES.

INTRODUCCIÓN[1]

La crisis del mercado de valores ha descubierto innumerables esquemas de abuso de los actores bursátiles. Miles de inversores han perdido sus ahorros en operaciones tan complejas que para los propios expertos son difíciles de comprender[2]. Algunos de los afectados no contaban con un conocimiento experto y confiaron plenamente en el manejo de sus inversiones en un gestor profesional[3]. Sin embargo, a la hora de buscar responsables, se toparon con que las leyes del mercado financiero diseñadas para protegerlos son las que limitan significativamente sus acciones jurídicas[4].

En este artículo se analizará la situación en que se halla el pequeño inversor en uno de los productos bursátiles más difundidos en el mundo: el fondo mutuo[5]. Se compararán dos

(1) Abreviaturas: Comisión Nacional del Mercado de Valores de España (CNMV*); Investment Company Act* (ICA); Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC); Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC); Sección (§); *Securities Exchange Commission* (SEC) y *United State Code* (USC).

(2) Al respecto pueden verse las declaraciones de Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos entre los años 1987 al 2006, en el programa de House of Card en CNBC emitido el 12 de febrero de 2009, disponible en <http://<www.nbcuniversalstore.com/detail.php?p=84587&ecid=2000&pa=SSP>.

(3) Para una crítica sobre los problemas que acarrean las reclamaciones del pequeño inversor con sus asesores de inversión, véase CABRERA PIERRE-LOUIS, «Transatlantic Perspectives on Alternative Dispute Resolution: Nowhere to Run, Nowhere to Hide: The Impact of Sarbanes-Oxley on Securities Arbitration», *St. John's L. Rev.* núm. 81, 2007, p. 307 y ss. La autora, a partir de su experiencia en la litigación, relata los problemas a los que se enfrenta un pequeño inversor para poder reclamar por negligencia de su asesor de inversión en los foros arbitrales y judiciales.

(4) BRYANT QUINN, «Madoff Victims Face Grim Prospects in Courts», bloomberg.com, 11 de febrero de 2009, alerta sobre las barreras jurídicas que se presentan para que un inversor puedan instar y prevalecer en una reclamación contra gestores bursátiles.

(5) *Id.*

ordenamientos jurídicos con diferentes tradiciones jurídicas, pero ambos caracterizados por una reconocida estabilidad financiera: el norteamericano[6] y el español[7].

I. ESQUEMAS DE INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS

De ordinario en Norteamérica[8] se clasifican en dos los tipos de inversores bursátiles: sofisticados e individuales[9]. Los primeros se caracterizan por tener un capital económico significativo, un conocimiento financieramente *sofisticado*[10] y la posibilidad de supervisar más de cerca las operaciones de sus consejeros de inversión. Entre este grupo se encuentran el millonario que invierte en un *hedge fund*, un sindicato que crea un plan de pensiones para sus asociados y los intermediarios financieros. En el segundo grupo se encuentran aquellos que invierten cantidades mínimas a través de la compra directa de acciones, de un corredor de bolsa o adhiriéndose a un intermediario bursátil.

Aquellas entidades que se dedican a actuar como intermediarias entre el inversor individual y el mercado de capitales son denominadas en EE.UU. como compañías de inversión o *investment companies*. Este tipo de empresas regidas por la *Investment Company Act* de 1940 (en lo sucesivo, ICA)[11] se dedica a emitir y comprar valores[12]. La diferencia entre invertir en una de estas instituciones o invertir directamente en la bolsa de valores es que el inversor individual no goza de la misma preparación, recursos, ni liquidez que tendría una agrupación de inversores dirigidos por un gestor profesional. Por ende, estos esquemas se nutren de las aportaciones individuales para convertirse colectivamente en un inversor sofisticado. De forma que, al agruparse las aportaciones individuales, se distribuyen entre un número más amplio de partícipes los costos de una gestión experta y los riesgos de la inversión bursátil[13].

El ICA no requiere que una compañía de inversión adopte una estructura jurídica particular; sin embargo, al agruparlas en categorías, tiene un impacto considerable sobre los

---

(6) Para poner un ejemplo, en el 2007 de las 16.079 instituciones de inversión existentes en Estados Unidos, la modalidad más utilizada era el *mutual fund* con 8.752. Datos del *Investment Company Institute,* disponibles en <http://<www.icifactbook.org/pdf/2008_factbook.pdf>. última visita 10 de abril del 2011.

(7) Como indica SOLDEVILLA, *Los fondos de inversión: gestión y valoración*, Pirámide, Madrid, 1999, p. 29, «la normativa anglosajona que regula los fondos de inversión sirvió de modelo para la elaboración de esta normativa española».

(8) TAMAR FRANKEL, *The regulation of money managers, Mutual funds and advisers*, §2.01(b), disponible en <www.lexisnexis.com>, última visita 10 de abril del 2011.

(9) Se estima que hay 88 millones de inversores individuales que poseen un 86% de fondos mutuos. Véanse datos del *Investment Company Institute* disponibles en <http://<www.icifactbook.org/pdf/2008_factbook.pdf>, última visita el 12 de mayo de 2009.

(10) HACKER y ROTUNDA, «SEC Registration of Private Investment Partnerships after Abrahamson v. Fletcher», *Colum. L. Rev.* núm. 78, 1978, p. 1471.

(11) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. §§ 80a-1 y ss.

(12) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-3 contiene una lista de exenciones a la aplicación de la Ley.

(13) BLUMENTHAL KLEIMAN y TEODORO, «The AbC's of Mutual Funds 2007: Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund – Legal and Practical Considerations», *En. Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order No. 10870. (Disponible en Westlaw).

modelos adoptados por los promotores[14]. Se clasifican en tres los prototipos sugeridos por la Ley: *face amount certificate companies*[15], que, en esencia, son obligaciones sin garantía que prometen que en una fecha predeterminada y futura se dará el pago de una cantidad específica en efectivo al inversor[16]. *Los unit investment trusts* (UIT)[17] emiten participaciones de un portafolio fijo[18], sin obligación de pagar una cantidad específica y con un plan periódico de reembolso de participaciones. Finalmente, se encuentran las *management investment companies*[19], que ofrecen participaciones redimibles en un portafolio variable.

Las *management investment companies* se dividen de acuerdo con los plazos que tienen los inversores para retirarse. El ICA las segrega en dos tipos de entidades: las cerradas (*closed end)* y las abiertas (*open end)*[20]. Las primeras se caracterizan por vender acciones al público periódicamente, por lo que sólo se puede invertir o desinvertir durante un momento fijado. Las entidades cerradas operan con un capital fijo durante un término específico, lo que les permite efectuar inversiones a largo plazo y estar exentas de mantener reservas en efectivo, cuyo propósito es garantizar la «redención» o re-compra de los valores a su precio de mercado en el momento elegido por el inversor[21].

En contraste, las instituciones abiertas emiten valores redimibles o rescatables (*redeemable securities*)[22] a solicitud del inversor. En este caso, el participante tiene libertad de separarse cuando así lo prefiera[23] y corresponde al propio negocio comprarle su participación de acuerdo con su valor del mercado[24]. Por ende, todos los valores adquiridos por las instituciones abiertas tienen que ser redimibles a mediano o corto plazo.

Las particularidades legales que distancian a las entidades abiertas de las cerradas son el resultado de su propia naturaleza. En las entidades cerradas, el inversor no disfruta de un derecho permanente a la libre separación. Por ende, las restricciones a las facultades

---

(14) LOSS y SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation,* Aspen, 1995, 5th ed., p. 36, y LEMKE, *Regulation of Investment Companies,* Matthew Bender & Co, 1995, 1, § 6.01 en la p. 6-2 (revisado en 2008).

(15) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. §§ 80a-4(1).

(16) LOSS y SELIGMAN, *ibidem.*

(17) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-4(2).

(18) TAMAR FRANKEL, *The regulation of money managers, Mutual funds and advisers,* §2.01(b). Disponible en <www.lexisnexis.com>, última visita 10 de abril del 2011.

(19) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-4(3).

(20) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80A-5(a).

(21) LEMKE, *Regulation of Investment Companies. Matthew Bender & Co ,* 1995, 1, § 6.01 en la p. 4-6. (Revisado en 2008).

(22) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-2(a)(32).

(23) POZEN, *The Mutual Fund Business* (2nd edition), South-Western College Pub.; 1 edition (2002) p. 172.

(24) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-2(a)(32). El mecanismo contable para que esta operación se lleve a cabo se denomina *Net Assets Value* (NAV) y resulta de calcular el valor total de los activos netos del negocio, dividido entre el número de valores redimibles en circulación, menos las comisiones y retribuciones de los proveedores del servicio al fondo.

del gestor en dichas entidades van encaminadas a evitar que altere las condiciones del negocio durante el término en que se encuentre vedada la desinversión[25]. En contraste, en las entidades abiertas los gestores gozan de mayor maniobrabilidad y sus restricciones van dirigidas a garantizar que el valor emitido pueda en cualquier momento ser redimido en efectivo[26].

II. EL FONDO MUTUO

El fondo mutuo o *mutual fund* es una *management investment company* de carácter abierto. Entre el abanico de posibilidades para constituirlo se encuentran: la corporación[27], la sociedad por acciones de capital variable (*joint-stock company*), la sociedad limitada y el *business trust*[28]. ICA no establece diferencias operacionales entre estas modalidades, sino que corresponde al derecho estatal determinarlas[29][30].

Independientemente del modelo adoptado, existen una serie de entidades y proveedores de servicio comunes a todos los fondos mutuos[31]. Estos son la Junta de directores o *trustees*, los asesores de inversiones (*investment advisers*), el administrador, los agentes emisores (*principal underwriters*), agentes transferentes (*transfer agents*), el custodio y el contador público independiente. La Junta tiene la obligación de vigilar que las operaciones del asesor de inversión se encuentren acordes con sus normas internas y la Ley. Se requie-

---

(25) «We present evidence that, following these changes in SEC policy, closed-end funds, in particular, retreated from investment in illiquid equity securities. 14 Mutual fund investments in illiquid equity has remained low, despite recent rapid growth in the markets for venture capital and private equity. 15 We attribute this to the SEC's emphasis on fair value certification and its insistence on using the liquidation value principle». KIHOLM SMITH, SMITH, y WILLIAMS, «The Sec's "Fair Value" Standard for Mutual Fund Investment in Restricted Shares and Other Illiquid Securities», *Fordham J. Corp. & Fin. L.* núm. 6, p. 421.

(26) Ese es el caso de normas como las operaciones del cálculo del valor, las mínimas en reservas en efectivo y las disposiciones sobre diversificación. ESTADOS UNIDOS, Materiales de la SEC *Revisions of Guidelines to Form N-1A, Investment Company Act Release No. 18612 (March 12, 1992).*

(27) Las normas jurídicas sobre el modelo adoptado se rigen por el derecho interno estatal y no por el federal. El modelo de corporaciones más utilizado para los fondos mutuos es el del estado de Maryland, ya que ofrece exención de impuestos y limitaciones a la responsabilidad de sus directores. Puede verse BLUMENTHAL KLEIMAN y TEODORO, «The AbC's of Mutual Funds 2007: Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund – Legal and Practical Considerations», en *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order No. 10870. (Disponible en Westlaw).

(28) Para fines de la Ley, c*ompany «means a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company*, a trust, a fund, or any organized group of persons whether incorporated or not; or any receiver, trustee in a case under title 11 of the United States Code [11 USCS §§ 101 et seq.] or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in his capacity as such». ICA § 2(8), 15 U.S.C. § 80a-2(8).

(29) BLUMENTHAL KLEIMAN y TEODORO, «The AbC's of Mutual Funds 2007: Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund – Legal and Practical Considerations», en *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order No. 10870. (Disponible en Westlaw).

(30) LOSS y SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen, 1995, 5th ed., pp. 1-23.

(31) ESTADOS UNIDOS. Tribunal Supremo Federal. Burks v. Lasker, 441 U.S. 471, 480-81, 99 S. Ct. 1831, 60 L. Ed. 2d 404 (1979) «Although mutual funds are technically owned by the individual shareholders who invest in the funds, most mutual funds are created, organized, and managed by external investment advisers – an arrangement that gives the adviser a significant amount of control over the fund it serves». Id. at 481.

re que al menos un 75% de los miembros de la junta[32] sean independientes[33]. Entre las funciones de la Junta está evaluar y aprobar los acuerdos con los proveedores de servicio del fondo mutuo, fiscalizar las operaciones de inversión, revisar las comunicaciones a los inversores y a los órganos administrativos de supervisión federal, seleccionar los auditores independientes, determinar las compensaciones, monitorear los servicios ofrecidos por los proveedores y auditar las funciones del asesor de inversión[34].

Por su parte, al ejercer sus funciones, el asesor de inversión o *investment adviser* está supeditado al cumplimiento de la *Investment Advisor Act* de 1940[35]. Se requiere que el administrador sea independiente, o sea que actúe como una persona o entidad no afiliada al ofrecer los servicios operacionales[36] al fondo mutuo. El agente emisor es la entidad encargada de efectuar las labores de compra y venta de valores (*broker-dealer*) del fondo de acuerdo con la estrategia de inversión fijada en la política de inversiones. Mientras que el agente actúa en la transferencia de valores, es aquel funcionario con menor discreción operativa que mantiene los libros y la contabilidad del fondo, supervisado por el contador público independiente[37]. Finalmente, el custodio se encarga de conservar los activos del fondo mutuo y ejercitar las órdenes del asesor de inversión[38].

El modelo más usado para constituir un fondo mutuo es el *Massachusetts business trust*, también descrito como *common law trust* o *business trust*[39]. Aunque las disposiciones que le son aplicables varían de un estado a otro, en términos generales se puede describir como una *asociación organizada por una declaración para constituir un trust en beneficio de los tenedores de las participaciones del fondo de inversión*[40].

La estructura legal del *Massachusetts Business Trust* se caracteriza por separarse del modelo de la sociedad de capital. Hay varias diferencias entre el *trust* y la sociedad, en el primero los inversores de esta entidad no son socios aunque participen del negocio[41] y el *trust* tampoco tiene que adaptarse a un modelo establecido por la Ley, ni requiere de la

---

(32) Véase *Company Governance*, *Investment Company Act Release No. 26520 (July 27, 2004)*.

(33) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-2(a)(19).

(34) BLUMENTHAL KLEIMAN y TEODORO, «The AbC's of Mutual Funds 2007: Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund – Legal and Practical Considerations», en *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order No. 10870. (Disponible en Westlaw).

(35) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. §§ 80b-1 y ss.

(36) Por ejemplo recomendación o realización de compras, ventas, permutas, préstamos u otras transacciones relacionadas con el portafolio.

(37) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. §§ 78a y ss.

(38) BLUMENTHAL KLEIMAN y TEODORO, «The AbC's of Mutual Funds 2007: Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund – Legal and Practical Considerations», en *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order No. 10870. (Disponible en Westlaw).

(39) *Id*.

(40) JONES, MORET y STOREY, «The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies», *Del. J. Corp. L.* núm. 12, 1988, pp. 423-424.

(41) ESTADOS UNIDOS. Tribunal Supremo de Massachusetts *Mayo v. Moritz*, 151 Mass. 481, 24 N.E. 1083 (1890).

autorización del Estado para operar; se constituye por el simple acuerdo o declaración de sus promotores(42). Sin embargo es su régimen de responsabilidad el que más diferencias plantea: aunque el *trust* no tiene una personalidad jurídica propia, su patrimonio goza de inmunidad en contra de reclamaciones por parte de terceros acreedores del inversor del fondo, incluyendo al fisco(43). La falta de personalidad implica que no tiene capacidad para contratar por sí, por lo que le corresponde al *trustee* el derecho a retener, administrar y disponer de la propiedad de acuerdo con los términos del documento de constitución del *trust*(44).

III. VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

El modelo bursátil español es mucho menos flexible que el norteamericano; los esquemas de inversión han sido tipificados en forma taxativa por medio de leyes individuales que clasifican a los intermediarios por la naturaleza de sus inversiones: fondos de titulización hipotecaria(45), de titulización de activos(46), de capital-riesgo(47), de pensiones(48) e instituciones de inversión colectiva. Estas últimas se caracterizan por ser abiertas y dividirse en dos tipos: la sociedad y el fondo de inversión colectiva. Por aproximarse más al modelo de *business trust*, se analizará en este estudio el fondo de inversión colectiva (FIC).

En España, a diferencia de Estados Unidos, el FIC no surge de la experiencia del mercado de valores, sino de la intención del legislador por estimular el ahorro a través del mercado financiero(49). Este vehículo de inversión, se encuentra regido por la Ley de Instituciones Colectivas (LIIC)(50) y el Reglamento de Instituciones Colectivas (RIIC)(51).

El objeto de los FIC es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos(52). Intervie-

---

(42) ESTADOS UNIDOS. Estado de Massachusetts, Leyes anotadas compiladas en ALM GL ch. 182, § 1 (2009).

(43) JONES, *ibidem* nota 38.

(44) JONES, *ibidem* nota 38.

(45) ESPAÑA. Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. (Modificada por la Disposición Final cuarta de la Ley 5/3009, de 29 de junio y por la Ley 15/2011, de 16 de junio).

(46) ESPAÑA. Ley 7/1992, sobre Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria (BOE 168/1992, 14 de junio). Modificada por la Disposición Final cuarta de la Ley 5/3009, de 29 de junio y por la Ley 15/2011, de 16 de junio).

(47) ESPAÑA. Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. (Modificada por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía sostenible y por la Ley 21/2011, de 26 de julio).

(48) ESPAÑA. Real Decreto Legislativo 1/2001, Texto refundido de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones, (BOE 298/2002, 13 de diciembre) y el Real Decreto 304/2004 (BOE 48/2004, de 25 de febrero).

(49) SOLDEVILLA, *ibidem* nota 6, p. 29.

(50) ESPAÑA. Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

(51) Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reglamentos en el ámbito tributario.

(52) ESPAÑA. Art. 3 de LIIC.

nen en la estructura jurídica del fondo: la sociedad gestora, como representante y gestora del fondo, y la entidad depositaria. Esta última actúa como custodia de los valores del fondo, con la función además de vigilar y supervisar en interés de los partícipes los actos de la sociedad gestora(53).

Dado el carácter volátil del mercado financiero, se requiere que la sociedad gestora pueda seleccionar la estrategia de activos, comprar y vender acciones o derechos de acuerdo con las condiciones del mercado de capitales(54), sin que sea necesario contar con la aprobación del inversor. Esto implica que disfruta del control efectivo de los recursos invertidos por el público(55).

Es necesario, de acuerdo a la nueva redacción del art. 37, que las *operaciones vinculadas* al mismo grupo económico de los gestores sean aprobadas por una unidad independiente que determine si las condiciones son iguales o mejores que las del mercado.

IV. REPRESENTACIÓN GRÁFICA DE AMBOS VEHÍCULOS DE INVERSIÓN

El modelo de *Massachusetts Business Trust* se puede graficar así:



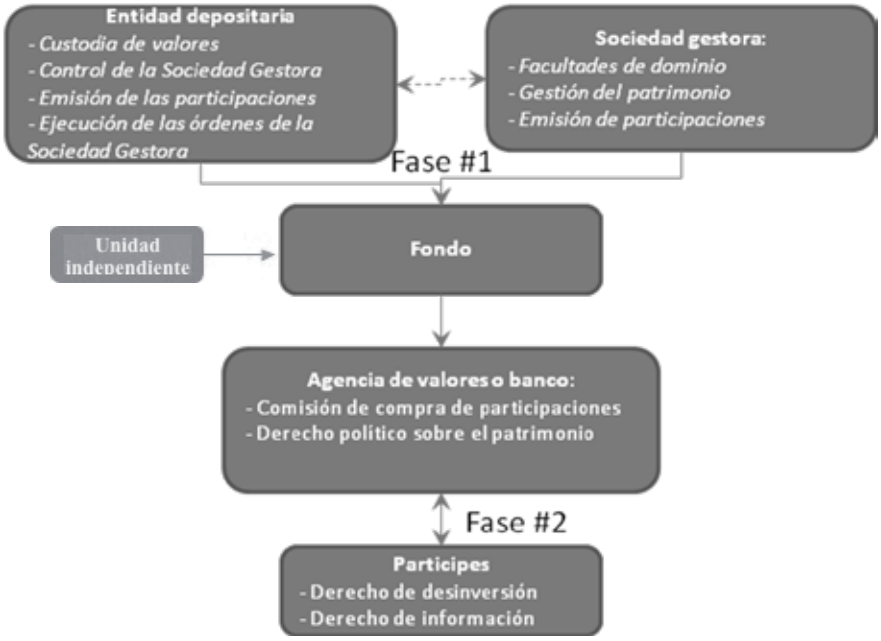
(53) ESPAÑA. Según la exposición de motivos del RIIC 1309/2005, la idea de la entidad depositaria es «que adquiera un papel fundamental en la protección de los intereses de los inversores y, en consecuencia, en la supervisión de la actuación de la sociedad gestora».

(54) SOLDEVILLA, *ibidem* nota 6, p. 18.

(55) RICO ARÉVALO, «Tratamiento de responsabilidad de las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión», AA.VV., *Derecho de Sociedades (libro homenaje a Fernando Sánchez Calero)*, vol. IV, Madrid: McGraw-Hill, 2002.

En la fase #1 el settlor o constituyente crea el *trust* siguiendo unas normas mínimas exigidas por el *Trust Indenture Act*(56). En el documento de constitución se fijan la política de inversiones, las normas mínimas para los contratos con los proveedores de servicios, las disposiciones en cuenta a la junta de *trustees*, entre otros(57). Es necesario registrar el negocio ante las autoridades administrativas correspondientes, presentando un proyecto o prospecto de lo que será la operación del negocio(58). En la fase #2 se fijan los contratos con los proveedores de servicios. Finalmente, en la fase #3 se emiten y reembolsan las participaciones al público general.

En el caso del modelo español, se puede representar su estructura de la siguiente forma:



En la práctica operativa actual, la vida del Fondo de Inversión español puede determinarse de acuerdo con una serie de procesos jurídicos que pueden ser agrupados en dos fases. El acto fundacional o primera fase es el resultado de la voluntad conjunta de la Sociedad Gestora y la Entidad Depositaria para, mediante el contrato de constitución, solicitar al órgano administrativo correspondiente(59) la autorización y registro para operar(60).

---

(56) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 USCS § 77aaa *et seq.*

(57) ESTADOS UNIDOS. Ley modelo de *Trust Indenture Act of 1939* fue una Ley adoptada para proteger a los inversionistas. Véase ESTADOS UNIDOS. Tribunal Federal de Distrito United States de Rhode Island Continental Bank & Trust Co. v First Nat'l Petroleum Trust (1946, DC RI) 67 F Supp 859.

(58) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 USCA sec. 77j y ss.

(59) ESPAÑA. Art. 10 LIIC y 8 RIIC

(60) ESPAÑA. Específicamente la Ley 31/2011 dispone en su modificación en el apartado 4 del artículo 10 sobre la facultad de la CNMV de denegar, mediante resolución motivada, la autorización para operar a una Institución de Inversión Colectiva.

Al concluir con éxito este proceso, se inicia la segunda fase que es la etapa de suscripción de participaciones y ejecución de actividades encaminadas al logro del objetivo, que comprende todos aquellos actos de dominio[61].

V. ELEMENTOS COMUNES DE LOS FONDOS EN ESTADOS UNIDOS Y ESPAÑA

Ambos, el FIC español y el fondo mutuo americano, son mecanismos de inversión que se especializan en adquirir cierto tipo de activos como bonos, acciones de corporaciones, valores del mercado monetario, entre otros valores redimibles a corto y mediano plazo. Tienen fundamentalmente dos restricciones sobre sus inversiones, las normas de diversificación[62] y su propia estrategia de inversión. En cuanto a la primera, se impone un tope máximo en la adquisición de acciones de una misma compañía o emisor[63]. Con esta limitación, se busca que los gestores diversifiquen los riesgos y no dependan del resultado de una sola empresa.

La segunda restricción es su estrategia de inversión. Ésta es la política adoptada por el fondo sobre los productos en los que pretende invertir, y oscila entre agresiva (alto riesgo/beneficio), intermedia, o baja (bajo riesgo/beneficio). Los promotores del negocio en ambos países tienen la obligación de divulgar cuál será su estrategia de inversión antes de emitir cualquier participación[64]. Es decir, están obligados a publicar qué tipo de riesgo representan los productos que adquirirá el portafolio del fondo[65].

Además la operación del negocio requiere que se pueda disponer de los recursos económicos de una forma activa, lo que implica que todas las facultades de la propiedad[66] son trasferidas a una entidad especialmente dotada para este propósito: la sociedad gestora en España o *investment adviser* en Estados Unidos. Ambas entidades tienen la obligación de

---

(61) ESPAÑA. Art. 3 LIIC y 2 RIIC.

(62) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el ICA § 5, 15 U.S.C. §80a-5; ESPAÑA: Directiva 2008/18/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de marzo de 2008 que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo relativo al ejercicio de las competencias (DOCE 76/42, 19 de abril de 2008).

(63) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el ICA §§ 5 y 12, 15 U.S.C. §§ 80a-5 y 12; ESPAÑA: Arts. 22 y 25.1 de la Directiva sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios —en adelante, OICVM 85/611/CEE—.

(64) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 77j; ESPAÑA: Art. 10 de la Ley 35/2003, sobre Instituciones de inversión Colectiva (BOE 5 de noviembre de 2003).

(65) A manera de ejemplo, si se trata de acciones en corporaciones emergentes, como por ejemplo las de la industria tecnológica —caracterizada por ser de alto rendimiento/riesgo—, su estrategia de inversión es agresiva. Pero si la política es a invertir en bonos del Estado, su estrategia puede clasificarse como una de bajo rendimiento/riesgo. Para entender cómo funcionan las Agencias Crediticias y los problemas que se han presentado en los últimos meses en la bolsa, se recomienda ver el programa de House of Card, *supra* nota 1.

(66) Sobre la naturaleza jurídica de la propiedad en los Fondos de inversión colectiva españoles explica el profesor TAPIA HERMIDA que pueden resumirse en tres las teorías al respecto: 1. La propiedad exclusiva del patrimonio de los partícipes. 2. El fondo como entidad para social o 3. El fondo como una propiedad compartida entre los partícipes (propietarios finales) y la Sociedad Gestora (la propiedad a título fiduciario). TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid: Dykinson, 1998, p. 92.

actuar única y exclusivamente en interés de los inversores, sin poder participar económicamente de los beneficios producidos por el negocio[67].

Finalmente, existe un órgano administrativo de control y vigilancia que interviene autorizando la creación del negocio y supervisando las funciones de los gestores y depositarios. En España se denomina como la Comisión Nacional del Mercado de Valores —CNMV[68]— y en Estados Unidos como la *Securities Exchange Commission* —SEC[69]—.

Hasta este punto, el fondo de inversión colectiva español es similar al fondo mutuo estadounidense. Sin embargo, es necesario contextualizar el negocio y analizar cómo se configura la protección del inversor del fondo en la realidad operativa y jurídica de ambas jurisdicciones.

VI. DIFERENCIAS ENTRE EL FONDO MUTUO DE ESTADOS UNIDOS Y EL FONDO DE INVERSIÓN COLECTIVA DE ESPAÑA

Entre las múltiples diferencias que se puedan producir entre ambos sistemas, para efectos de esta investigación se destacan tres. La principal diferencia se desprende del distanciamiento de cómo un mismo problema jurídico es abordado por el *Common Law* y el *Civil law*. Mientras que a la hora de resolver cualquier conflicto en el sistema comercial estadounidense las normas se encuentran dispuestas por ley, la jurisprudencia y la práctica financiera[70], la aplicación de las fuentes por parte de los tribunales y la doctrina española se caracteriza por su positivismo y su constante énfasis en la conceptualización, definición y clasificación de las instituciones jurídicas[71]. Para un jurista español es fundamental la definición teórica de la institución jurídica, para determinar los remedios y recursos que se le aplican[72]. Si bien parece un problema más teórico que práctico, tiene un importante efecto sobre la realidad operativa del fondo.

La segunda diferencia es la concentración del capital económico. Con un sistema de banca universal[73], la actividad comercial española opera bajo un intrincado sistema go-

---

(67) Véase JOHNSON, «A Fresh Look at Director "Independence": Mutual Fund Fee Litigation and Gartenberg at Twenty-Five», *Vand. L. Rev. 61*, 2006, p. 497.

(68) ESPAÑA. Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado (Disposición Adicional Décima). Real Decreto-ley 10/2012, de 23 de marzo, por el que modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión. Reglamento de Régimen Interior de la CNMV (incorporadas la modificaciones introducidas por resoluciones del Consejo de la CNMV de 14 de diciembre de 2004, de 16 de mayo de 2007, de 5 de noviembre de 2008, de 21 de enero de 2009 y de 7 de julio de 2010).

(69) ESTADOS UNIDOS. *Securities Exchange Act* de 1934 § 4(a), compilada en el 15 U.S.C. 80b-§ 4(a).

(70) CÁNDIDO PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*, disponible en línea: <http://www.indret.com/pdf/162_es.pdf> (Consultado el 15 de abril de 2008).

(71) Para un estudio sistemático y filosófico puede verse José Antonio RAMOS PASCUA (ed. lit.), RODILLA GONZÁLEZ (ed. lit.), *El positivismo jurídico a examen: estudios en homenaje a José Delgado Pinto*. Universidad de Salamanca, 2006.

(72) Para un análisis filosófico sobre las doctrinas y tradiciones que se encuentran inmersas en el tema, puede verse el artículo de AMOS PASCUA, «El positivismo jurídico en España: D. Pedro Dorado Montero», *Anuario de filosofía del Derecho*, núm.12, 1995, p. 533.

(73) A diferencia del modelo del Derecho norteamericano de banca especializada, el modelo continental, y sobre todo la banca española, se basa en un modelo de banca universal caracterizada por la prestación de servicios propiamente bancarios y la implicación en la promoción empresarial y la participación en el capital de empresas. Denomina-

bernado por poderosos grupos económicos y familiares[74]. En el ámbito de los fondos de inversión colectiva, se presenta la práctica de que el mismo grupo de capitales cree y opere al FIC, a la sociedad gestora y funja al mismo tiempo como entidad depositaria y de custodia[75]. Esta estrecha relación presentada en la práctica[76] ha planteado, como expresa el profesor TAPIA HERMIDA, que «en este sentido, existen sospechas de que la unidad de decisión existente en el seno del mismo grupo de entidades cuya matriz esté constituida por una entidad de crédito (art. 4 LMV), haga ilusorio el deber de vigilancia y exigencia mutuas de responsabilidades»[77].

Una tercera diferencia se encuentra en las funciones del órgano administrativo rector de la bolsa de valores. En Estados Unidos, la *Securities Exchange Commission* (SEC)[78] es una agencia de naturaleza mixta, con poderes administrativos, cuasijudiciales y cuasilegislativos. Su principal objetivo es «proteger a los inversores y mantener la integridad de los mercados de valores»[79]. Entre sus funciones[80] se encuentran: (i) interpretar leyes federales; (ii) aprobar nuevas reglas y enmendar las existentes; (iii) velar por la inspección de las agencias de valores, corredores y asesores de inversiones, y (iv) coordinar la reglamentación de los valores con autoridades federales, estatales y autoridades extranjeras[81].

---

do como actividades *parabancarias,* como lo explica el profesor TAPIA HERMIDA, «Algunos aspectos del régimen jurídico de las actividades parabancarias», AA.VV. (*Estudios Mercantiles en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont)*, Valencia: Tirant lo blanch, 1995, en la p. 2634.

(74) En el Informe *Aldama,* p. 8*,* se señala que a finales de 2002 el 28% de la capitalización de la Bolsa de Madrid se encontraba en «manos de las familias: un porcentaje superior al existente en la mayoría de las bolsas Europeas». Según información contenida en la página de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, organismo rector de los mercados bursátiles en España, <http://www.cnmv.es/publicaciones/informefinal.pdf>. Última visita: 18-2-2008.

(75) No es inusual que miembros de la entidad depositaria sean parte de los órganos directivos de la sociedad gestora. A manera de ejemplo, así sucede con el Banesto Banca Privada Gestión SGIIC, en el que su Comité de Inversiones está compuesto por dos miembros de BANESTO (entidad creadora de la Sociedad Gestora y depositaria de los fondos gestionados por ésta, como p.e. BANESTO ENISA SEPI DESARROLLO, S.A.). Asimismo, es común que uno de los accionistas principales de la Sociedad de Gestión sea la entidad depositaria (p.e. el Banco Santander Central Hispano —en adelante SCH— crea en el 2002 una Sociedad Gestora con un capital 300.000 euros de los cuales el aporta el 50%, Caja Cantabria 20% y CEOE-CEPYME 10%, y un 30% que sale a venta pública). Información obtenida del diario económico <http://www.invertia.com/empresas/noticias con fecha 5/7/2006>. Consultado el 12-01-2007. Para otros ejemplos véase <http://www.cnmv.es/index.htm>.

(76) ESPAÑA. En este sentido, la Ley 31/2011 modifica el apartado 4(b) del artículo 10 de la LIIC y otorga la facultad a la CNMV de denegar la autorización para la creación de la Institución de Inversión Colectiva «en el caso de sociedades que no hayan designado una sociedad gestora, cuando mantenga vínculos estrechos con otras entidades que no permitan un ejercicio adecuado y efectivo de las funciones de supervisión a cargo de la CNMV», los cuales se producen cuando se dan las circunstancias siguientes: «1.º un vínculo de control, en los términos previstos en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, la Ley del Mercado de Valores)» y «2.º el hecho de poseer, de manera directa o indirecta, o mediante un vínculo de control, el 20 por ciento o más del capital o de los derechos de voto de una empresa o entidad».

(77) TAPIA HERMIDA, «Algunos aspectos del régimen jurídico de las actividades parabancarias». *Op. cit.*, p. 2632.

(78) Creada por las leyes *Securities Act* de 1933 y *Securities Exchange Act* de 1934.

(79) Véase *La SEC, lo que somos y hacemos*, disponible en <http://www.sec.gov/investor/espanol/quehacemos.htm> (última visita, 13 de marzo de 2009).

(80) *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity and Facilitates Capital Formation*, disponible en <http://www.sec. gov/about/whatwedo.shtml#create> (última visita el 13 de marzo de 2009).

(81) ESTADOS UNIDOS. Ley *Sarbanes-Oxley* del 2002.

Por otro lado en España, las facultades de la CNMV[82] son de autorización, supervisión, inspección y sanción de los actores del mercado financiero. Las tres primeras, en términos generales, se refieren a la información que las entidades sujetas a esta regulación tienen que ofrecer a la CNMV y al público inversor; en cuanto al régimen sancionador tiene la facultad de aplicar «orden y disciplina» en el mercado de valores[83]. Estas sanciones van desde una simple amonestación o multa hasta la suspensión definitiva de actividades de la entidad sancionada[84]. No obstante, no goza de facultades *cuasijudiciales*, ni del poder de instar acciones a nombre de los inversores en contra de los suplidores de servicio de cualquier vehículo de inversión español[85].

Para analizar cuáles son los efectos de estos aspectos sobre la práctica operativa de estos vehículos de inversión, se analizarán comparativamente tres aspectos:

1. La naturaleza del negocio.
2. Los derechos de los inversores a la libre inversión.
3. La responsabilidad fiduciaria de los entes decisorios del vehículo de inversión.

1. Naturaleza del negocio

El acto jurídico mediante el cual se crea el fondo en España es definido por la Ley como un «contrato»[86]. Esta interpretación se produce porque la creación del fondo es el resultado de un acuerdo entre la sociedad gestora y la entidad depositaria. Al aplicar la doctrina de contratos española, los contratantes son los únicos con capacidad para modificar el acuerdo[87]. El inversor, sin embargo, al no ser parte contratante, no tiene ningún recurso ante la alteración. En contraste, en Estados Unidos, el documento de constitución del fondo mutuo puede ser resultado de una declaración unilateral o de un contrato, sin que esto determine la naturaleza de los recursos del negocio[88].

Al traducir esto a la práctica se perciben sus efectos en tres áreas importantes:

A. Nombramiento y remoción de las personas o entidades a cargo del sistema de gobierno del vehículo de inversión.

B. Alteración de la política de inversiones.

---

(82) SALA ARQUER. «El estado neutral. Contribución al estudio de las Administraciones independientes», *Revista Española de Derecho Administrativo* núm. 442, 1984, p. 458.

(83) ESPAÑA. Art. 84.2 LMV. Están principalmente dirigidas a castigar la emisión de valores sin autorización (art. 26 LMV), el incumplimiento del deber de información (arts. 35 y 82 LMV) o cuando se produzca una alteración significativa de la cotización (art. 99 LMV).

(84) ESPAÑA. Arts. 102, 103 y 104 LMV.

(85) SALA ARQUER, *ibidem* nota 71, p. 460.

(86) ESPAÑA. Art. 3 LIIC.

(87) ESPAÑA. El Art. 1091 del Código civil español señala que el contrato es ley entre las partes. Bajo este principio de *lex contractus*, los contratos sólo pueden ser revocados o modificados por mutuo consentimiento. El desistimiento unilateral sólo se reconoce cuando está subordinado a una justa causa. Antonio MARTÍN PÉREZ, *Comentarios al Código civil español*, art. 1091, p. 203 (1989).

(88) El *trust* se puede constituir por declaración unilateral, contrato, testamento o transferencia de la propiedad a un *trustee*. ESTADOS UNIDOS. Ley Uniforme, Uniform Trust Code sec. 401.

C. Normas para las compensaciones y retribuciones de las personas o entidades a cargo del sistema de gobierno del vehículo de inversión.

A) Nombramiento y remoción de las personas o entidades a cargo del sistema de gobierno del vehículo de inversión

En el modelo español, se tiene que disponer en el Reglamento de Gestión quién será la sociedad gestora del fondo. Dicha entidad tiene la facultad de ostentar el mismo cargo, desde la creación hasta la liquidación definitiva del fondo, a no ser que sea removida por la CNMV[89] o que renuncie. En el último supuesto, se requiere que la misma entidad que renuncia sea la que designe a su sustituta[90]. Por tanto, el inversor no tiene ninguna injerencia en el nombramiento o remoción del órgano de gestión del fondo.

En materia de fondos mutuos norteamericanos, de ordinario se exige que el nombramiento de su Junta (de directores o *trustees*), *investment advisers* e incluso de sus consejeros externos se someta periódicamente al voto de los partícipes del fondo[91]. En el caso del *business trust*, se puede modelar la regularidad de las elecciones[92]; sin embargo, no se pueden obviar[93].

En resumen, el inversor en vehículos norteamericanos disfruta legalmente de un derecho a participar en la elección de los órganos de gestión y control del fondo, mientras que en España no tiene ese derecho.

B) Alteraciones expresas[94] a la política de inversiones

Tal y como se ha discutido anteriormente, la política de inversión actúa como un límite impuesto por el propio vehículo bursátil sobre el tipo de productos que los gestores pueden adquirir. Por lo complejo y volátil del mercado financiero, no es posible describir en detalle

(89) ESPAÑA. Según se lee en el artículo 72 (1) de la LIIC. Cuando las IIC o las SGIIC se encuentren en una situación de excepcional gravedad que ponga en grave peligro su equilibrio patrimonial o el patrimonio de sus clientes, o que afecte a la estabilidad del sistema financiero o al interés general, podrá acordarse por la CNMV, dando cuenta razonada al Ministro de Economía, la intervención de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión, la sustitución provisional de sus órganos de administración o dirección, o la sustitución de la sociedad gestora (…).

(90) ESPAÑA. Art. 53 LIIC.

(91) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. §80a-15(a). Según disponen los comentarios al referido artículo «Congress, in requiring yearly approval of management contracts (15 USCS § 80a-15(b)), was clearly attempting to create atmosphere of objectivity for directors or shareholders of investment companies at relatively short periodic intervals to appraise and evaluate specifically performance of investment adviser, and if adviser is not performing satisfactorily, Congress intended that company have complete freedom to terminate contract». Taussig v Wellington Fund, Inc. (1960, DC Del) 187 F Supp 179, 126 USPQ 433, 3 FR Serv 2d 336, affd (1963, CA3 Del) 313 F2d 472, 136 USPQ 279, 6 FR Serv 2d 358, cert den (1963) 374 US 806, 10 L Ed 2d 1031, 83 S Ct 1693 and cert den (1963) 374 US 806, 10 L Ed 2d 1031, 83 S Ct 1695.

(92) TAMAR, *ibidem* nota 5, §21.01 (B), en las pp. 21-15.

(93) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. §80a-16(a) y (c).

(94) Nos referimos a las alteraciones expresas para distanciarlas de las desviaciones de la política de inversiones, lo cual es otro problema.

qué activos formarán parte de un vehículo de inversión abierto. Así que, tal y como expresa la Ley española, mediante la política de inversión se especifica «Los criterios generales sobre inversiones y las normas para la selección de valores»(95).

Conviene aclarar que la modificación al art. 12 de la LIIC por la Ley 31/2011 distingue entre dos tipos de alteraciones al Reglamento del Fondo: las que recaen sobre condiciones esenciales y las que no lo son(96). Cualquier alteración *expresa* a la política de inversiones del FIC está comprendida en el primer grupo y requiere que la Sociedad Gestora informe previamente al partícipe y le ofrezca un período de gracia, para que pueda redimir su inversión sin el cobro de comisiones(97).

Igualmente en EE.UU. son dos los tipos de alteraciones: las fundamentales y las que no lo son(98). El acto de constitución del *trust* es donde corresponde señalar la naturaleza de cada alteración(99), ya que sólo las fundamentales requieren del voto de los inversores(100). Empero, a no ser una situación excepcional(101), las alteraciones a la política de inversiones siempre exigen del voto de la mayoría de los partícipes(102).

En síntesis, en ambos sistemas se prevén medidas para proteger los derechos del inversor ante las alteraciones a la política de inversiones. En España se trata del derecho a reembolso sin descontarle alguna comisión. Mientras, en Norteamérica se reconoce un derecho político del inversor sobre las modificaciones a la política de inversiones.

---

(95) ESPAÑA. Art. 10 (f) RIIC.

(96) ESPAÑA. Art. 12 según modificación de la Ley 31/2011 y Circular 3/2006 (BOE 277/2006, de 22 de noviembre), recoge todas las modificaciones del Reglamento de Gestión consideradas como esenciales.

(97) Un ejemplo de lo anteriormente expresado se percibe en una alteración del fondo BANESTO SECTOR FINANCIERO, FIM del 16 de marzo de 2004. Este fondo pasa de ser un FIC que sólo adquiere bienes de emisores o empresas que tengan un riesgo moderado a ser uno de alto riesgo, al alterar la política para que no tenga «predeterminación en cuanto a la calificación crediticia ni a la liquidez de los emisores, ni en cuanto sector de la economía». Puede verse en la web: <www.cnmv.es>.

(98) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en 15 USC §8(b),(20 y (3). Al referirse a los elementos incluidos al momento de registrar una nueva *investment company*.

(99) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el § 80(a)-8, 15 U.S.C. § 80(a)-8.

(100) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el § 13(a)(3), 15 U.S.C. § 13(a)(3).

(101) El ICA sólo contempla dos excepciones legales a la alteración sin votos de la política de inversiones. La primera es que la Junta de *Trustees* autorice unilateralmente la adopción de *medidas preventivas* que garanticen la subsistencia del fondo, cuando las condiciones del mercado lo demandan para evitar pérdidas significativas. *Véase* comunicación del SEC *Industry Comment Letter* de 1994, disponible en <www.sec.gov>, donde se específica que para poder efectuar dichas operaciones será necesario que tal potestad se haya incluido en el *prospectus*, y que dichas medidas sean temporeras y de acuerdo con un grado máximo de desvío. La segunda excepción es para evitar que mediante la inversión se pueda financiar actividades terroristas. ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 13(c).

(102) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 13(b) dispone que:

«In the case of a common-law trust of the character described in section 16(c) [15 USCS § 80a-16(c)], either written approval by holders of a majority of the outstanding shares of beneficial interest or the vote of a majority of such outstanding shares cast in person or by proxy at a meeting called for the purpose shall for the purposes of subsection (a) be deemed the equivalent of the vote of a majority of the outstanding voting securities, and the provisions of paragraph (42) of section 2(a) [15 U.S.C. § 80a-2(a)(42)] as to a majority shall be applicable to the vote cast as such a meeting».

C) Normas para las compensaciones y retribuciones de las personas o entidades que trabajan con o para el vehículo de inversión

En España la Ley impone un tope máximo para el cobro por los servicios de gestión y control(103). El sistema de gobierno del FIC puede optar por cobrar de acuerdo con el patrimonio anual, los movimientos económicos gestionados, las ganancias obtenidas por el fondo o a un sistema mixto(104). La fórmula seleccionada es amovible por la exclusiva voluntad de quien la dispuso: la sociedad gestora y la entidad depositaria(105).

A diferencia de España, en Estados Unidos no existe un tope a las comisiones o compensaciones que pueden recibir los directores, administradores o *trustees*(106). El ICA no ha regulado directamente la compensación de los gestores del fondo, bajo un criterio de que el mercado es mejor mecanismo de regulación y, ante los abusos, los tribunales pueden intervenir ante las «compensaciones que puedan alterar el criterio fiduciario»(107). Según explica el Tribunal Supremo Federal en *Jones v. Harris Assocs. L.P.*, se analizará a la luz de la totalidad de las circunstancias(108) si la compensación a los fiduciarios es inusualmente exorbitante(109) y compromete su criterio. Finalmente, para poder instar una acción bajo estos criterios no se requiere probar que se produjo un acto específico de in-

(103) ESPAÑA. El nuevo artículo 8 LIIC dispone: «Dichas comisiones que se fijarán como un porcentaje sobre el patrimonio o rendimiento del fondo, o bien sobre una combinación de ambas variables, o en su caso, sobre el valor liquidativo de la participación, **no podrán exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes y en función de la naturaleza del fondo y del plazo de vencimiento de las inversiones, se establezcan reglamentariamente.** En el folleto y en el documento con los datos fundamentales para el inversor se deberán recoger la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro».

(104) Sobre el problema que implica para la gestión del fondo la determinación de comisiones, apunta URRA, «Fondos de inversión: comportamiento de gestores e inversores», *Revista de la Bolsa de Valores*, octubre de 2004, en la p. 65, que «La elección y **gestión de la cartera del fondo dependerá críticamente de la forma en la que sea remunerada la labor de gestión**». (Énfasis suplido).

(105) ESPAÑA. Arts. 12 LIIC y 5 RIIC.

(106) Para un análisis, véase BIRDTHISTLE, «Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry», *Tul. L. Rev.* núm. 80, 2006, p. 1422 y ss.

(107) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C § 80a-35(b). La doctrina reiterada es que para determinar si los cargos de un gestor de los fondos son excesivos es necesario analizar la relación entre los cargos y los servicios rendidos. Véase ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelaciones Federal del Tercer Circuito. Krantz v. Prudential Investments Fund Management LLC, 305 F.3d 140 (3d Cir. 2002); Migdal v. Rowe Price-Fleming Intern., Inc., Tribunal de Apelaciones Federal del Cuarto Circuito, 248 F.3d 321 (4th Cir. 2001). Para algunos autores como Louis LOSS, *supra* nota 13, en la p. 41, esto representa un importante avance a los estándares de «corporative waste» y «gross abuse of trust» que disponían las leyes federales y estatales.

(108) «The essence of the test is whether or not under all the circumstances the transaction carries the earmarks of an arm's length bargain. If it does not, equity will set it aside». Tribunal Supremo Federal. Jones v. Harris Assocs., 130 S. Ct. 1418, 2010.

(109) El juez Thomas en la opinión concurrente señala que: «A panel of the Seventh Circuit affirmed based on different reasoning, explicitly "disapprov[ing] the *Gartenberg* approach"». ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelaciones Federal del Séptimo Circuito. Jones v. Harris Assocs. L.P., 527 F.3d 627 (2008). Looking to trust law, the panel noted that, while a trustee «owes an obligation of candor in negotiation», a trustee, at the time of the creation of a trust, «may negotiate in his own interest and accept what the settlor or governance institution agrees to pay». *Ibid.* (citing Restatement (Second) of Trusts § 242, and Comment f)). The panel thus reasoned that «[a] fiduciary duty differs from rate regulation. A fiduciary must make full disclosure and play no tricks but is not subject to a cap on compensation». In the panel's view, the amount of an adviser's compensation would be relevant only if the compensation were «so

cumplimiento, sino el potencial riesgo que compromete el deber de imparcialidad (*duty of impartiality*)[110].

Es de rigor aclarar que aunque la sección 35(c) de ICA[111] específicamente expresa que se aplicará sólo a aquellos *trustees* que actúen en carácter de *investment advisers*, la jurisprudencia lo ha ampliado para que rija también a quienes no lo son[112].

En el modelo español la solución sobre las compensaciones se encuentra de antemano expresada en la Ley, mediante la elaboración de tres modelos alternativos con topes máximos. En contraste, en el modelo norteamericano el remedio es *ex post facto*[113], sin que sea posible exigir la devolución del exceso de lo pagado[114][115].

Los tres ejemplos antes señalados demuestran cómo incide en la consecución del fondo de inversiones en España el hecho de que éste sea conceptualizado como un contrato. Incumbe a los *contratantes, la Sociedad Gestora y la entidad depositaria*, a partir de unas normas mínimas dispuestas por la Ley, diseñar y rediseñar el vehículo de inversión. El partícipe, considerado ajeno a la relación contractual, sólo puede optar por retirarse. Por otro lado, en Estados Unidos, el inversor goza de derechos políticos sobre el fondo.

2. Restricciones al Derecho de desinversión

Procede ahora precisar las normas del principal derecho de los partícipes en instituciones de carácter abierto: la desinversión. Fundamentalmente, al invertir en una institución abierta, en ambos países, hay dos derechos básicos: el de información y el de desinversión. El primero se funda en la teoría de que el inversor goza del derecho a conocer toda aquella información que sea relevante para tomar un juicio fundado sobre cuándo retirarse[116]. Este

---

unusual» as to give rise to an inference «that deceit must have occurred, or that the persons responsible for decision have abdicated».

(110) La retribución tiene que ser «so disproportionately large that it bears no reasonable relationship to the services rendered and could not have been the product of arm's-length bargaining». ESTADOS UNIDOS. Tribunal Apelativo Federal para el Segundo Circuito. *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.*, 694 F.2d 923, 928-29 (Cir. 2 1982). Los criterios, de acuerdo con este caso, son: «(1) the nature and quality of the services provided by the adviser; (2) the profitability of the mutual fund to the adviser; (3) the extent to which "fall-out" benefits inured to the adviser; (4) the economies of scale realized by the adviser; (5) the fee structures of comparable funds; and (6) the independence and conscientiousness of the board of directors». *Id*., p. 928.

(111) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-35(c).

(112) Véanse ESTADOS UNIDOS. Tribunal Federal de Distrito de Massachusetts *yameen v. Eaton Vance Distribs.*, 394 F. Supp. 2d 350 (D. Mass. 2005); *Securities and Exchange Commission v. Aldred Investment Trust*, 58 F. Supp. 724 (D. Mass. 1945), confirmado, 151 F.2d 254 (Cir. 1, 1945).

(113) Sobre críticas al modelo estadounidese, véase FREEMAN, BROWN y POMERANTZ, «Fund Advisory Fees: New Evidence and a Fair Fiduciary Duty Test», *Okla. L. Rev.*, núm. 61, 2008, p. 83.

(114) There is no private right of action to recover excessive advisor fees under ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 USCS §§ 80a-1, 80a-15, 80a-20, 80a-35, or 80a-46. Estados Unidos. Tribunal Federal de Distrito de Connecticut Tarlov v. Paine Webber Cashfund, Inc. (1983, DC Conn) 559 F Supp 429, CCH Fed Secur L Rep P 99250.

(115) Véase JOHNSON, «A Fresh Look at Director "Independence": Mutual Fund Fee Litigation and Gartenberg at Twenty-Five», *Vand. L. Rev.* núm. 61, 2008, p. 497.

(116) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. §§ 77j y ss.; y en España véase art. 18 LIIC.

derecho no será objeto de análisis. En el segundo se encuentran comprendidos el grupo de derechos que permite a los inversores solicitar la libre disociación del fondo(117).

Para analizar este punto en España, es ineludible, además de revisar la norma jurídica, analizar cómo la práctica financiera española amplía el control de los órganos de gestión sobre los derechos de desinversión del partícipe. La sociedad gestora española(118) tiene la potestad de suspender temporalmente cualquier derecho de desinversión cuando: 1. se halla reservado esta potestad en el Reglamento de Gestión(119); 2. sea necesario por causas técnicas o de otra índole que afecten a la contratación de todo un mercado o sistema organizado de negociación, y siempre que tales valores representen más del 80 por ciento del valor del patrimonio del fondo(120); y 3. la sociedad gestora, sin reservarse ese derecho, solicita autorización a la CNMV para suspender el reembolso(121).

El resultado práctico de lo anterior no es apreciable sino hasta que se evalúa en conjunto el proceso de adherirse y retirarse de un FIC en España. Para empezar, las suscripciones se canalizan a través de las agencia de valores o comercializadoras, generalmente afiliadas al mismo grupo económico o sociedad *holding* de la Sociedad Gestora(122). En el contrato de suscripción de participaciones, el inversor trasmite las potestades de representación sobre los derechos del FIC al agente comercializador(123). Se trata de un *proxy* a favor de una corporación afiliada a la sociedad de gestión. A esto se suma que pueden producirse otras operaciones entre empresas afiliadas al sistema de gobierno del FIC y el inversor. Entre las múltiples sentencias analizadas, para citar un ejemplo, se destaca la Sentencia de la Audiencia Provincial de Murcia de 19 de septiembre de 2003(124), cuyos hechos son los siguientes:

El banco BBVA le hace un préstamo garantizado(125) a uno de sus clientes para que invierta en los fondos que opera una de sus filiales, convirtiéndose el mismo grupo eco-

---

(117) España: Art. 7.4 LIIC y art. 5 de la Orden EHA/1199/2006 (BOE 11/2007, de 12 de enero de 2007); Estados Unidos: ICA § 22(d), 15 U.S.C. § 80a-22 (d).

(118) ESPAÑA. La CNMV puede suspender el reembolso cuando «no sea posible la determinación de su precio o concurra otra causa de fuerza mayor». (Art. 7 LIIC).

(119) ESPAÑA. Art. 48 (7) y (8) RIIC.

(120) ESPAÑA. Art. 48 (7) y (8) RIIC.

(121) En los fondos de inversión inmobiliaria se encuentra dispuesto en el art. 63 (d) RIIC. Este fue el caso de AFINA GESTIÓN, S.A., que fue autorizada el 27 de enero de 2004 para suspender todos los reembolsos de los FIC's, por ella gestionados —con valor a 81 millones de euros—, debido a «incertidumbres en el cálculo de los valores liquidativos y teóricos de las mismas, ocasionadas por diversos errores que han detectado en la contabilidad de esas entidades originados por la aplicación informática empleada». (Énfasis suplido).

(122) Al respecto, puede verse las entidades registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, disponible en <www.cnmv.es>.

(123) De un modelo suministrado por MorganStanley S.V., S.A. se leen disposiciones como la siguiente: «Por la presente autorizo a los abajo nombrados para ejercitar, respecto a mis inversiones custodiadas, gestionadas o comercializadas por MorganStanley S.V., S.A. (Sociedad Unipersonal) (lo que comprende, según los casos, acciones, participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva o cualquier otro valor mobiliario) todos los actos de disposición y administración que estimen convenientes, en tanto que no les comunique a Vds. su revocación».

(124) ESPAÑA. Rec. 260/2003. No pueden los hechos de esta Sentencia considerarse como un caso aislado; sólo en reclamaciones del mismo tipo contra ese Banco por FIC, se destacan las SAP de Madrid de 9 de mayo de 2006, de Barcelona de 28 de julio de 2005, de Córdoba de 15 de febrero de 2005 y de Sevilla de 22 de abril de 2004.

(125) Esto se instrumenta a través de un contrato de prenda de valores negociables cotizados anotados en cuenta, donde se traspasa la posesión de dichos valores del deudor al acreedor pignoraticio, en el cual se le reconoce los dere-

nómico en acreedor pignoraticio, agente comercializador, entidad depositaria y Sociedad Gestora(126). Tras meses de pérdidas del fondo, el partícipe solicita su separación y el Banco se niega a ejercitar la orden. La Audiencia «falla a favor del Banco» por considerar que:

> «No cabe apreciar abuso de derecho de la conducta del Banco demandado por negarse a vender las participaciones pese a que su cotización hubiese sufrido bajas (…) [porque] el cliente no podía disponer la venta de títulos si con el importe de la venta no se cubría la póliza, al quedar los fondos en poder del banco como garantía del reembolso del importe de dicha póliza».

En suma, existe amplia potestad de la sociedad gestora y entidad depositaria para decidir el momento en que se puede hacer efectiva la redención de las participaciones. Si a esto se le añaden situaciones típicas en el mercado español, como la posibilidad de integrar en un mismo grupo varias relaciones jurídicas, el partícipe se expone a perder el control de decidir cuándo separarse del fondo. En el caso de las restricciones a la desinversión, se conjuga en España el considerar el fondo como un contrato de la práctica comercial, con el resultado de que el partícipe no sólo está carente de derechos políticos sobre el fondo, sino que se puede ver reducido el ejercicio de su principal derecho: el de desinversión.

Entre tanto, el tema del conflicto de interés que se presenta al permitir que las entidades bancarias se inmiscuyan en múltiples funciones del fondo como la gestión o fiscalización, ha sido un debate jurídico recurrente en los Estados Unidos(127). Para regular la práctica, el ICA prohíbe específicamente las transacciones del fondo mutuo efectuadas entre personas o entidades que se consideren como afiliadas(128), mediante una excepción legislativa, los inversores pueden dirigir acciones directas contra los violadores de esta prohibición(129). Otra regulación con incidencia directa sobre este tema es la *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999(130), que busca impedir que un banco que goza de la facultad decisoria en un fondo de inversiones pueda incurrir en actos que comprometan su criterio fiduciario(131).

Sobre la capacidad de suspender o posponer la fecha de pago de los reembolsos por los propios entes gestores, en EE.UU. sólo se autoriza en períodos que superen los siete días,

---

chos a este último de solicitar la separación de los derechos del titular ante las pérdidas en el valor de la garantía. Para conocer cómo opera en la práctica financiera dicho contrato, se recomienda consultar PRÍES Y PICARDO, «Prenda sobre valores privados representados mediante anotaciones en cuenta: especial consideración sobre los valores cotizados en Bolsa», *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, coord. por Miguel Muñoz Cervera, Ubaldo Nieto Carol, vol. 2, tomo 1, 1996 (*Garantías reales. Garantías mobiliarias*), pp. 671-722. «Contrato de prenda de valores negociables cotizados anotados en cuenta», Madrid: Derecho.com, 2003, en la p. 20.

(126) Situaciones como la anteriormente descrita han obligado a ampliar legislativamente las normas que operan cuando ambas instituciones pertenecen al mismo grupo económico (por ejemplo, las comisiones, la independencia del agente de cálculo y normas sobre la compra de activos entre las empresas del mismo grupo financiero con dinero del fondo), ESPAÑA. Arts. 5, 36 y 37 RIIC.

(127) Véanse las manifestaciones de la SEC en *United States Trust Co.*, disponible en la web oficial de la SEC. <http://www.secinfo.com>, última consulta 20 de abril del 2011.

(128) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 USCS § 80a-17.

(129) ESTADOS UNIDOS. Tribunal Apelativo Federal para el Segundo Circuito. Chabot v. Empire Trust Co. 301 F2d 458.

(130) ESTADOS UNIDOS. 12 USC 1811 y ss.

(131) ESTADOS UNIDOS. Tribunal Supremo Federal. *Investment Co. Institute v. Camp*, 401 U.S. 617 (1971).

cuando concurran las siguientes circunstancias: 1. por períodos en los que las Bolsas se encuentren cerradas o en proceso de registrar la transacción; 2. en un momento de emergencia, determinable de acuerdo con los siguientes requisitos: a) no pueden ser comercializados los valores de manera razonable, b) no puede la compañía realizar las operaciones necesarias para calcular el valor neto de los activos (NAV); y 3. cuando sea absolutamente necesario para proteger a los inversores(132).

Al no cumplirse con dichos criterios, la SEC puede solicitar ante los tribunales un interdicto para que se nombre un interventor para redimir las participaciones(133).

3. La responsabilidad fiduciaria de los entes decisorios del vehículo de inversión

Finalmente, se intenta analizar cómo se cristaliza en ambos ordenamientos la responsabilidad fiduciaria de los órganos que deciden en la gestión del fondo mutuo y del fondo de inversión colectiva. El tipo de responsabilidad que se pretende analizar es aquella que causa perjuicio al vehículo de inversión, por actos que no pueden ser imputados a una violación específica de la Ley, sino más bien a la omisión de velar por los mejores intereses de los inversores. Es decir, ¿qué sucede cuando se produce un incumplimiento fiduciario?

Antes de proceder con el trabajo comparativo, se requiere elaborar cuál es el contenido de una obligación fiduciaria. En Estados Unidos, el concepto se desarrolla primero por la doctrina del *equity* y, posteriormente, por el derecho positivo(134) con dos grandes grupos de deberes: cuidado y lealtad. Sobre el primero se destacan la expresiones del Juez Cardozo(135), que exigen actuar con el más «puntilloso honor del mercado»(136). Este concepto definido como «justicia fraternal» es mucho más estricto que el hombre de negocios prudente y razonable(137) —aplicable a la figura del administrador de la sociedad

---

(132) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el 15 U.S.C. § 80a-22(d).

(133) ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Federal de Distrito de Delaware *SEC v Fiscal Fund*, 48 F. Supp. 712 (D.C. Del. 1943).

(134) Normas que incluso han llevado a la elaboración de la *Uniform Trusts Act (1937), Uniform Trustee Powers Act (1964), Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992)* y el *Uniform Trust Code* (2000).

(135) «A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the **punctilio of an honor the most sensitive**, is then the standard of behavior. As to this there has developed a tradition that is unbending and inveterate. Only thus has the level of conduct for fiduciaries been kept at a level higher than that trodden by the crowd». ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelaciones de New York. *Meinhard v. Salmon*, 164 N.E. 545, 546 (1928). (Énfasis suplido).

(136) «The greater the independent authority to be exercised by the fiduciary, the greater the scope of his fiduciary duty. Thus, a trustee is under a stricter duty of loyalty than is an agent upon whom limited authority is conferred or a corporate director who can act only as a member of the board of directors or a promoter acting for investors in a new corporation». BOXX, K. «Symposium: Trust Law in the 21st Century: Distinguishing Trustees and Protecting Beneficiaries: A Response to Professor Leslie», *Cardozo Law Rev.* 27, 2006, p. 2753.

(137) En el ámbito del mercado financiero norteamericano, los gestores se rigen por las normas del *«prudent investor»*, las cuales tienen en cuenta la diversificación del riesgo. ESTADOS UNIDOS, Tribunal de Apelaciones de California. *Mandel v. Cementery Board*, 185 Cal.App. 2d. 583, con prudencia razonable. ESTADOS UNIDOS. Tribunal Supremo de New Jersey. *Liberty Title v. Plews*, 6 N.J. 28 y seguridad. ESTADOS UNIDOS. Tribunal Supremo de Pensilvania. *In re Whitecar's Estate*, 147 Pa. 368.

de capital—[138]. El *trustee* está obligado a observar una conducta de lealtad absoluta sobre los intereses de los beneficiarios[139], que excluye su actuación del ámbito de aplicación de defensas como la de juicio comercial[140].

En tanto al deber de lealtad, incluye la obligación de evitar el potencial conflicto de intereses[141] recogido en un código de conducta aplicable a los gestores con normas que exigen que nunca se ofrezca un tratamiento preferencial de un cliente frente a otro[142]; el deber de confidencialidad evitando prácticas como la del *insider trading*[143]; el deber de tomar posesión, preservar y proteger[144] la propiedad del *trust*[145]; y el deber de no delegar las responsabilidades del *trust*[146], entre otros.

A) Responsabilidad fiduciaria en España

Es necesario recordar que en España, a diferencia de Estados Unidos, la estructura de los FIC no incluye una Junta de *trustees*, sino que las funciones de éstos se encuentran disgregadas entre la sociedad gestora y la entidad depositaria. La primera de estas entidades está a cargo de las operaciones de inversión y sus límites legales son las obligaciones impuestas por ley[147], las disposiciones predicadas por el Reglamento de Gestión, las obligaciones de información[148] y los deberes fiduciarios. Sobre el primero, los sistemas de

---

(138) Como plantea el profesor Boris KOZOLCHYK, «Esta decisión creó un nuevo estándar no sólo para la protección de partes contratantes, sino también para la protección de terceros inversores en negocios plurilaterales quienes confían sus ahorros o inversiones a un fiduciario administrador». KOZOLHYK, *El derecho de los Contratos Comerciales desde una perspectiva comparada,* Dykinson, Madrid, 2006, p. 35.

(139) ESTADOS UNIDOS. Tribunal Supremo de Maine. *Morris v. Resolution Trust Corp.*, 622 A.2d 708, p. 712 (1993), «the actual placing of trust and confidence in fact by one party in another and a great disparity of position and influence between the parties to the action»; y según apunta «[A]t the heart of the fiduciary relationship lies reliance, and de facto control and dominance». ESTADOS UNIDOS. Tribunal del Segundo Distrito, *United States v. Chestman*, 947 F. 2d 551, 568 (1991).

(140) Esta norma es la que aplica a los administradores de las corporaciones y le exige a los tribunales otorgar amplia discrecionalidad a las decisiones internas de los órganos de gestión, negando la responsabilidad de los mismos por daños derivados de la toma de estas decisiones, si realizadas de buena fe. ESTADOS UNIDOS. Tribunal Supremo Federal. *United Copper Securities Co. v. Amalgamated Copper Co*, 244 U.S. 261, 263-64 (1917). Para un trabajo español sobre este supuesto, puede consultarse a FLEISCHER, «La Business Judgement Rule a la luz de la comparación jurídica y la economía del derecho», *Revista de Derecho Mercantil*, 246, 2002, p. 1727.

(141) *Véanse* HERDENSON, *Conflict of interest for the money management, Third Annual Institute on Securities regulations 293*, (PLI, R. Mundaheim y A. Fleischer Jr., eds., 1972).

(142) ESTADOS UNIDOS. Leyes Uniformes *Restatement (Third) of Agency* § 8.15 se especifica el trato justo entre los clientes; y en el *Uniform Trust Code* § 803 se habla sobre imparcialidad.

(143) «Stock market insider trading is buying or selling a publicly traded stock based on information that is both nonpublic and material», WANG , «Reuschlein Lecture: Stock Market **Insider Trading:** Victims, Violators and Remedies - Including an Analogy to Fraud in the Sale of a Used Car with a Generic Defect», *Vill. L. Rev.* 41, 2000, p. 27.

(144) ESTADOS UNIDOS. Ley Uniforme *Uniform Trust Code* § 809 (2003).

(145) ESTADOS UNIDOS. Ley Uniforme *Uniform Trust Code* § 701 (2003).

(146) ESTADOS UNIDOS. Ley Uniforme *Uniform Trust Code* § 807 (2003).

(147) Sobre «operaciones vinculadas» en España están los arts. 67 LIIC y 99 RIIC.

(148) Al respecto dice TAPIA HERMIDA, «Reforma de la Ley de Instituciones de inversión Colectiva por la Ley 31/2001», *RDBB*, núm. 124, 2011, p. 295, que la reforma del IIC recoge en su art. 17.3 los datos fundamentales para el inversor y que «únicamente se incurrirá en responsabilidad civil como consecuencia de dichos datos o de su

gobierno del FIC tienen que responder penal[149], administrativa[150] o civilmente[151] por cualquier comportamiento anómalo en sus deberes[152]. En el ámbito civil, las empresas de servicios financieros están obligadas a compensar por los daños causados al inversor como consecuencia del incumplimiento de sus deberes legales[153], tales como los perjuicios que se deriven de su falta de transparencia, claridad, veracidad y diligencia. La responsabilidad será individual (art. 46 LIIC) o solidaria, entre la SGIIC y la ED, cuando esta última permita a la SGIIC contravenir disposiciones legales[154] y se compensará, como explica TAPIA HERMIDA, en atención a los perjuicios que causaré las entidades de gestión «sobre los patrimonios de los partícipes y accionistas de las IIC que administren, abarcando daños directos en sus patrimonios y los daños ocasionados al patrimonio de la IIC administrada, que repercuten en una minusvalía de las acciones»[155].

El Reglamento de Gestión tiene un contenido mínimo exigido por Ley; las demás disposiciones son redactadas por acuerdo entre la sociedad gestora y la entidad depositaria. Esto quiere decir que, con excepción de las normas generales sobre operaciones de inversión, la sociedad gestora es, con el concurso de la entidad depositaria, quien se impone sus propias obligaciones y facultades[156].

Finalmente, se encuentran las obligaciones fiduciarias que obligan a la sociedad gestora a actuar en beneficio exclusivo de los partícipes[157]. La doctrina tradicional española identifica, como expone el profesor GARRIGUES, que «cuando nuestra confianza no descansa en la buena fe de otro sino en la tutela de la ley, la fiducia deja de ser fiducia en sentido técnico»[158]. Por ende, se interpreta que estos deberes no son regulables y que se hallan inmersos en la buena fe en los contratos[159].

Fue necesario, sin embargo, la escasa litigación[160] y los abusos presentados en este tema, reelaborar la teoría y darle contenido jurídico, tal y como lo expone el informe *Alda-*

---

posible traducción cuando sea engañosos, inexactos o incoherentes en relación con las partes del folleto correspondiente.

(149) ESPAÑA. Sentencia de 14 de marzo de 1994 y Sentencia de 26 de febrero de 1998 del Tribunal Supremo español.

(150) Véase SALA ARQUER, «El estado neutral, Contribución al estudio de las Administraciones independientes», *Revista Española de Derecho Administrativo*, 1984, n. 442, en las pp. 428 y ss.

(151) ESPAÑA. Auto del Juzgado Central de Instrucción núm. 3, de 1 de junio de 2004.

(152) ESPAÑA. Art. 26 LIIC.

(153) ESPAÑA. Arts. 1101, 1902 y 1903 del Código Civil y arts. 46.4 y 62.2 LIIC.

(154) ESPAÑA. Auto del Juzgado Central de Instrucción núm. 3, de 1 de junio de 2004.

(155) TAPIA HERMIDA, «Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 93, enero a marzo de 2004, p. 211.

(156) ESPAÑA. La nueva Ley 31/2011 dispone en el apartado (e) del artículo 11.1 de la Ley de IIC que será necesario en las sociedades de inversión: «Contar con una organización administrativa y contable, así como con procedimientos de control interno adecuados que garanticen, tanto aquellos como éstos, la gestión correcta y prudente de la IIC, incluyendo procedimientos de gestión de riesgos, así como mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático y órganos y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales».

(157) ESPAÑA. Art. 46.2 LIIC.

(158) GARRIGUES DÍAZ, *Negocios Fiduciarios en Derecho Mercantil,* Madrid: Viuda de Galo Sáez, 1955, p. 32.

(159) ESPAÑA. Art. 1256 del Código Civil.

(160) Por lo general, atada a la impugnación de acuerdos sociales, lo que va en perjuicio de la flexibilidad y agilidad del proceso de toma de decisiones de la empresa, sobre todo considerando que se requiere que las acciones

ma[161]. Así se hizo con las sociedades cotizadas en el 2003 con la Ley de Transparencia[162]; sin embargo, no se extendió a los fondos de inversión. Por tanto, la Ley no dispone específicamente qué situaciones se contemplan como obligaciones fiduciarias, y la jurisprudencia española tiene poca maniobrabilidad para poder decidir sobre un recurso que es inexistente en el derecho positivo[163]. Además, a diferencia de Estados Unidos, España no posee entre su bagaje histórico el *trust,* y la aproximación doctrinal a esa institución ha sido de absoluto rechazo, al interpretar que es incompatible con el Derecho ibérico incorporar esta institución que procede de un sistema jurídico tan distinto al Derecho continental[164].

B) Responsabilidad fiduciaria en Estados Unidos

Para atender el régimen de responsabilidad adecuadamente en el fondo mutuo, resulta ineludible precisar que la Junta de *Trustees* no posee una norma específica que la rija en la Ley de *investment advisers*[165], pero sí por el régimen fiduciario[166].

En el caso del *Massachusetts Business Trust,* el régimen de responsabilidad del *trustee* se separa del director corporativo, ya que este último tiene un código de conducta impuesto por las leyes estatales[167]; mientras que el *trustee* está regido por las disposiciones del documento de constitución y subsidiariamente por la equidad[168]. Lo anterior plantea

---

las lleven socios que representen un 5% del capital social, lo que implica que no está pensando en protección del socio minoritario, sino en aquellos socios que pueden participar en los acuerdos sociales. En este sentido, se pueden ver las Sentencias del Tribunal Supremo de 5 de marzo (RJ 2007\1831) y de 12 de julio de 2002 (707/2002).

(161) Con el fin de redactar una norma más acorde con la práctica económica, el Gobierno Español nombra el 19 de julio de 2001 una Comisión Especial para el Fomento de de la Transparencia y Seguridad de los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas, denominado el informe *Aldama.* Las conclusiones de dicho trabajo se encuentran disponibles en la página oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: <http://www.cnmv.es/publicaciones/informefinal.pdf>. Última visita: 18-2-2008.

(162) ESPAÑA. Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

(163) Así ha ocurrido con temas como el conflicto de intereses. Ejemplo de esto son las manifestaciones del Tribunal Supremo español de 31 de marzo de 2003, 25 de mayo de 2004 y 27 de julio de 2007.

(164) El mejor de los ejemplos de cómo opera la barrera de la tradición para la introducción de figuras jurídicas de derecho es el del *trust*. La interpretación tradicional es que «Al derecho continental le falta, por su propia estructura, la posibilidad de atribuir al fiduciario una propiedad que sea plena y, al mismo tiempo, el interés patrimonial en el mismo objeto le corresponda a otro titular». PUIG BRUTAU, *Fundamentos de Derecho civil*, Bosch: Barcelona, tomo II, volumen I, 1998, p. 483. Esta afirmación se encuentra, sin embargo, anclada al pasado, porque otras jurisdicciones continentales como Francia, Italia y Luxemburgo han cedido a legislar figuras afines con contenido fiduciario.

(165) Véanse las razones en LOSS, *supra* nota 13, §3.01, en la p. 3-3.

(166) TAMAR FRANKEL, *The regulation of money managers, Mutual funds and advisers,* §2.01(b). Disponible en <www.lexisnexis.com>, última visita 10 de abril del 2011.

(167) ESTADOS UNIDOS. Estado de Delaware, Código Anotado compilado 8 Del. C. § 141 y ss. (2009).

(168) ESTADOS UNIDOS. Estado de Massachusetts, leyes anotadas compiladas en ALM GL ch. 203, § 14A (2009) dispone que:

«Unless otherwise provided in the contract, a trustee shall not be personally liable on contracts properly entered into in his fiduciary capacity in the course of administration of the trust estate unless he failed to reveal his representative capacity and identify the trust estate in the contract.

A trustee shall be personally liable for obligations arising from ownership or control of property of the trust estate or for torts committed in the course of administration of the trust estate only if he was personally at fault».

dudas sobre si una junta de *trustees* tiene que cumplir con el mismo estándar de cuidado que una junta de directores cuando se trata de una compañía de inversión registrada bajo ICA(169).

Al acudir al derecho federal para resolver este cuestionamiento, surge que el ICA no hace distinción entre el prototipo de inversión para distinguir el estándar de conducta exigido(170). La regla general es que cualquier sistema de gobierno del fondo mutuo es responsable por los daños ocasionados por actos de mala fe, negligencia crasa o temeridad en el cumplimiento de sus funciones(171). En cualquier otro supuesto era necesario acudir al derecho estatal(172), hasta que se legisló la *National Securities Markets Improvement Act* (NSMIA)(173), que enmienda el *Investment Companies Act* de 1934. El objetivo de la enmienda fue impedir que los estados diseñen sus propias leyes sobre el sistema de gobierno de los fondos mutuos(174). Por ende, se le otorga jurisdicción exclusiva al foro federal para regir los vehículos de inversión registrados bajo ICA(175).

El problema con esta aproximación es que al redactar el acto de constitución del *trust*(176), el constituyente goza de amplia maniobrabilidad para la creación de las facultades y obligaciones de la junta de *trustees*(177) e incluso de la posibilidad de relevarla del más alto deber de cuidado(178).

---

(169) Véase Sheldon A. JONES, *supra* nota 38, en la p. 434.

(170) ESTADOS UNIDOS. Ley de instituciones de Inversión colectiva ICA, compilada en el. §§ 2(a)(1), 2(a)(12) y 2(a)(20), 15 U.S.C §§ 80a-2(a)(1), 2(a)(12) y 2(a)(20).

(171) ICA § 17(h), 15 U.S.C. § 80a-17(h) predica: «Provisions in charter, by-laws, etc., protecting against liability for willful misfeasance, etc. After one year from the effective date of this title, neither the charter, certificate of incorporation, articles of association, indenture of trust, nor the by-laws of any registered investment company, nor any other instrument pursuant to which such a company is organized or administered, shall contain any provision which protects or purports to protect any director or officer of such company against any liability to the company or to its security holders to which he would otherwise be subject by reason or willful misfeasance, bad faith, gross negligence or reckless disregard of the duties involved in the conduct of his office».

(172) JONES, *ibidem*, nota 38.

(173) ESTADOS UNIDOS. *National Securities Improvement Act* de 1996, §§ 301 y ss., compilado en 15 U.S.C. §§ 80b-20 y ss.

(174) Véase SMITH, JR. BROWN & WOOD LLP*, Investment Company and Investment Adviser Liability Loss Prevention,* Chubb's Department of Financial Institutions. Disponible en <http://www.chubb.com/businesses/csi/chubb2219.pdf>.

(175) ESTADOS UNIDOS. Rule 203A-1 Eligibility for Commission registration and Form ADV (17 CFR 279.1). Los estados solo conservan jurisdicción en aquellas *small investment advisers* o asuntos que comprometan fraude o engaño en la venta de valor.

(176) Algunos autores como SCHWARCZ y SERGI, «Bond defeaults and the dilemma of the indenture trustee», *Ala. L. Rev.*, núm. 59, 2008, 1037, sugieren que «absent default, the indenture trustee's duties to bondholders are straightforward and, indeed, even ministerial».

(177) Además, es posible que se pueda autorizar a los *trustees* a no emitir certificados de participación, terminar el *trust* sin la aprobación de los inversores, efectuar una reducción de participaciones en circulación (*reverse split*), permitir que sea menor el número de votos para la consolidación, venta de activos o enmiendas al negocio que los exigidos a las corporaciones en las leyes estatales. LANGBEIN, «The Secret Life of the Trust: The Trust as an instrument of Commerce», *Yale L.J.* núm. 107, 1997, p. 165.

(178) BLUMENTHAL KLEIMAN y TEODORO, «The AbC's of Mutual Funds 2007: Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund – Legal and Practical Considerations», en *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order No. 10870. (Disponible en Westlaw).

Lo anterior se suma a que la inclinación de los tribunales federales es a negar una causa de acción implícita bajo ICA[179]. Eso quiere decir, que si la Ley no lo especifica, los tribunales aplicarán una presunción a favor de negar la existencia de la causa de acción. Así lo entendió el Tribunal del Segundo Distrito Federal en el caso de *Olmsted v. Pruco*[180], al interpretar que de las secciones 26(f) y 27(i) de ICA no se podía inferir una causa de acción, sino una conducta prohibida. Así que correspondía a la SEC la ejecución del estatuto y no a los inversores del fondo mutuo.

El resultado de lo anteriormente planteado es que por una combinación de NSMIA y la jurisprudencia federal, los inversores se han visto privados de la posibilidad de instar directamente acciones privadas ante el incumplimiento fiduciario de los órganos gestores del fondo[181]. Empero lo anterior, leyes como *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act* de 1990 (ERPSRA) y el *Mutual Fund Investor Confidence Restoration Act* de 2003[182], han investido a la SEC del poder instar reclamaciones civiles a nombre de los inversores e, incluso, imponer *motu proprio* penalidades a los infractores de la Ley[183].

Lo anterior permite concluir que tanto en España como en EE.UU. no se permiten acciones directas del pequeño inversor por incumplimiento con las obligaciones fiduciarias del sistema de gobierno de su vehículo de inversión. No obstante, en Estados Unidos el ente administrativo que regula el mercado de valores posee la facultad de instar reclamaciones y ejecutar sanciones en nombre de los partícipes.

CONCLUSIONES

En consideración a los argumentos expuestos, se pueden plantear las siguientes conclusiones:

Primera. A pesar de que el modelo español de fondos de inversión es una aproximación al fondo mutuo norteamericano, ambos poseen diferencias significativas. El fondo mutuo es un vehículo de inversión más complejo y flexible en cuanto a su sistema de gobierno y proveedores de servicio. En el prototipo español las normas son más rígidas en cuanto a la creación del negocio, pero más permisivas sobre las maniobras de los sistemas de gobierno sobre la configuración del negocio.

---

(179) Esta trayectoria inicia con el caso del Tribunal Supremo federal de *Alexander v. Sandoval*, 532 U.S. 275 (2001), en el cual se establece que existe una fuerte presunción en contra de reconocer una causa de acción implícita en las Leyes Federales.

(180) 283 F.3d 429 (2002).

(181) ESTADOS UNIDOS. Tribunal Federal de Distrito de California. En febrero de 2009, sin embargo, la Corte de Distrito de California emitió una sentencia en *Northstar Financial Advisor, Inc. v. Schwab Investment, Inc.*, 2009 WL 415616 (N.D. Cal. Feb. 19, 2009). En este caso los *investment advisers* se desviaron de la política de inversiones del *prospectus* comprando más de un 25% de valores en activos respaldados por hipotecas, lo que violó las normas internas del fondo sobre la diversificación del capital. Empero, el Tribunal Federal del Noveno Circuito revoca la decisión en la sentencia 615 F.3d 1106, interpretando que no hay una acción jurídica para los inversores en ese supuesto.

(182) Ambas codificadas en diferentes secciones del título 15 del Código de Estados Unidos (U.S.C.).

(183) ESTADOS UNIDOS. *The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act* de 1990 §§ 202, 301 y 401, 15 U.S.C. §§ 21B, 80a-9(d) y 80b-3(i).

Segunda. El sistema español se enfrenta a una fuerte tradición positiva y formalista, tanto doctrinal como judicial, lo que limita el marco de adaptabilidad de las soluciones a problemas de la práctica comercial. Uno de los mejores ejemplos es la responsabilidad fiduciaria de la Sociedad Gestora del FIC, que durante más de 40 años se ha encontrado inmersa en el ámbito de la buena fe contractual (art. 1256 Cc), sin que se produjera un desarrollo jurisprudencial que la sacara de la absoluta impunidad por los daños ocasionados por sus actos de gestión.

Tercera. El sistema español incurre en una contradicción cuando se pronuncia a favor de tratar al pequeño inversor como un consumidor de productos bursátiles y al mismo tiempo no le protege de las alteraciones unilaterales de las reglas del FIC. En el sistema norteamericano, paradigma de autorregulación, el inversor es tratado como un verdadero partícipe del fondo mutuo y se le reconocen derechos políticos sobre el negocio.

AUTONOMÍA Y RESPONSABILIDAD DE LAS COMISIONES DEL CONSEJO (AUDITORÍA Y NOMBRAMIENTOS Y RETRIBUCIONES)(*)

JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense

RESUMEN

Análisis de los aspectos fundamentales del régimen legal y funcionamiento de ambas Comisiones, que juegan un papel relevante en el sistema de gobierno corporativo. Se examinan sus aspectos comunes y los divergentes. En especial, la atribución de competencias y funciones específicas a ambas Comisiones implica una exigencia especial de diligencia.

Palabras clave: *Gobierno corporativo, Comisiones del Consejo, consejeros independientes, deber de diligencia, responsabilidad de administradores.*

ABSTRACT

Assessment of main issues about the legal regulation and functionning of both Board Commissions (Audit and Appointements-Remuneration) that play a relevant role within the corporate governance system. Their common and diverging traits are studied. In particular, assignment of competences and specific functions of both Commissions implies special duties of care.

Key words: *Corporate Governance, Board Commissions, independent directors, duty of care, directors' liability.*

SUMARIO

I. DE LOS PROBLEMAS GENERALES EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO A LAS CUESTIONES PARTICULARES QUE AQUÍ HAN DE TRATARSE.

A) El carácter instrumental de las Comisiones en un Consejo con función supervisora.

B) El papel de los consejeros independientes en relación con ambas Comisiones.

C) Ley y autorregulación en el régimen de las Comisiones.

D) Los intereses afectados por el buen (y mal) funcionamiento de las Comisiones.

II. LAS COMISIONES ASESORAS Y SUS RELEVANTES FACULTADES.

A) Su función auxiliar hacia el Consejo.

B) Asesoramiento que implica facultades propias de las Comisiones.

(*) Texto anotado y actualizado de la intervención del autor en la *Jornada Cuestiones de actualidad en relación con las sociedades anónimas cotizadas*, celebrada en Madrid el 1 de febrero de 2012 y organizada por Bolsas y Mercados Españoles, el Instituto de Derecho del Mercado de la Competencia y la Universidad Rey Juan Carlos.

III. COMISIONES SITUADAS EN EL LADO COMPLEJO DE LA VIDA CORPORATIVA.

A) La constante reforma de la auditoría de cuentas.

B) La polémica retributiva.

IV. COMITÉ DE AUDITORÍA.

V. LA COMISIÓN DE NOMBRAMIENTOS Y (SOBRE TODO) DE RETRIBUCIONES.

VI. UN APUNTE SOBRE EL SEGUIMIENTO DEL CUBG.

VII. ALGUNOS APUNTES EN MATERIA DE RESPONSABILIDAD.

A) Funciones especiales y régimen general de responsabilidad.

B) Delegación de facultades y responsabilidad.

C) Autonomía (funciones propias) y responsabilidad.

D) La importancia de la conducta diligente de las Comisiones.

I. DE LOS PROBLEMAS GENERALES EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO A LAS CUESTIONES PARTICULARES QUE AQUÍ HAN DE TRATARSE

En esta Jornada se nos invita a hablar de distintos aspectos vinculados con el diseño del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas con ocasión de los cinco años de vigencia del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG).

El tema concreto que se me ha asignado —la autonomía y responsabilidad de dos de las Comisiones con las que *«se recomienda»* que cuente el Consejo de Administración— incita a formular observaciones particulares, pero al hacerlo saldrán a relucir algunas cuestiones de alcance general, que pueden haber sido ya abordadas en intervenciones anteriores y que, con probabilidad, lo serán en alguna posterior. Para evitar repeticiones, enunciaré con toda brevedad algunas de ellas como preámbulo de las reflexiones particulares que siguen sobre el tema asignado. Lo haré porque la cuestión que se me encomienda sólo puede enjuiciarse si sintéticamente se recuerdan los fundamentos que inspiran el modelo español de gobierno plasmado en el CUBG.

A) El carácter instrumental de las Comisiones en un Consejo con función supervisora

La existencia del Comité de Auditoría y de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones es congruente con la configuración del modelo supervisor del Consejo de Administración en las sociedades cotizadas. Son órganos que deben contribuir a la ejecución por el Consejo de esa principal función de supervisión de los ejecutivos. Ambas Comisiones desarrollan su actividad desde la habilitación que reciben para intervenir en ámbitos de fun-

cionamiento de la sociedad decisivos en el seguimiento de la gestión, así como en aspectos no menos relevantes de la propia organización del Consejo. En suma, no estamos ante una mera opción organizativa que cada sociedad es libre de concretar, sino ante expresiones esenciales de la estructura que el Consejo de toda sociedad cotizada debe adoptar en orden a cumplir adecuadamente sus funciones.

B) El papel de los consejeros independientes en relación con ambas Comisiones

Como parte integrante del Consejo que son, la composición y el funcionamiento de estas Comisiones reflejan la propia estructura de aquél y, en especial, la presencia mayoritaria en ambas Comisiones de consejeros no ejecutivos parece un principio fundamental.

La recomendable presencia mayoritaria de consejeros externos no se agota en el Consejo, sino que es el presupuesto elemental para el buen funcionamiento de ambas Comisiones, que se nutren de esa mayoría de consejeros no ejecutivos, que en esa actuación organizada cuentan con una capacidad de fomentar la actuación supervisora o *«monitora»* del Consejo. De esta forma, la significación que en el sistema de gobierno corporativo adquiere la figura de los consejeros independientes, se traslada al protagonismo fundamental de ambas Comisiones, como uno de los marcos habituales a través de los que esos consejeros podrán desarrollar su actuación.

Es cierto, sin embargo, que el diseño ideal de la composición de esas Comisiones no puede desconocer la realidad de la configuración de los Consejos de nuestras sociedades cotizadas. Una configuración que es, además, reflejo de la estructura de su capital social. Es una peculiaridad de nuestro mercado la alta concentración de participaciones de control —en especial si se contrapone con la atomización de ese capital en los grandes mercados anglosajones— que legitima y explica la presencia de un alto número de consejeros dominicales y el menor de consejeros externos[(1)]. Esa circunstancia no impide, sin embargo, que se destaque la tendencia sostenida de estos últimos años de disminución de los consejeros ejecutivos y dominicales a favor de los independientes[(2)].

Lo que hace decisivo a efectos de esta exposición esos datos estadísticos es la obvia dependencia que para la integración de ambas Comisiones cobra la correspondiente del Consejo. Si tanto el Comité de Auditoría como la Comisión de Nombramientos se han concebido como mecanismos de control de consejeros ejecutivos, no parece lógica la presencia de éstos en aquéllos. Por similares razones, parece incompatible con la condición de consejero dominical representante del accionista de control que apoya a los ejecutivos, la presencia en ambas Comisiones. Ahora bien, la composición ideal de ambas Comisiones reservada a los independientes reclama contar con un número suficiente de éstos que permita *«prescindir»* de la presencia de los consejeros internos. Esta circunstancia parece no darse en numerosas sociedades españolas, sin perjuicio de que llame la atención el re-

(1) El CUBG recomienda que la relación entre dominicales e independientes sea proporcional a la que existe entre el capital que representan los consejeros dominicales y el resto del capital. Sobre la aplicación de esta *«regla proporcional»* y los datos que ofrecen las distintas sociedades, *vid.* CNMV, *Informe Anual de Gobierno Corporativo IBEX 35*, 2011, pp. 17 y 18.

(2) *Vid.* CNMV, *Informe Ibex 35*, 2011, p. 16.

troceso del porcentaje de independientes que se observa en alguna de las Comisiones que estudiamos[3]. Por otro lado, sorprende otro dato fáctico. Se trata del alto número de consejeros independientes que no integran ninguna de las Comisiones del Consejo. Si a esos consejeros compete una función que, en gran medida, se canaliza a través de los trabajos de las Comisiones que analizamos, parece que su simple presencia en el Consejo limita esa capacidad.

C) Ley y autorregulación en el régimen de las Comisiones

El régimen de ambas Comisiones refleja la pulsión entre la ley y la denominada autorregulación. Nos movemos ante un distinto régimen para una u otra Comisión en cuanto a lo fundamental: su existencia. Es un deber impuesto por la LMV (*vid.* su disposición adicional decimoctava) que en el Consejo de toda sociedad cotizada exista una Comisión o, por ser fieles a la terminología legal, un Comité de Auditoría. Es una simple recomendación, sin embargo, que en el Consejo exista una Comisión de Nombramientos y Retribuciones. A partir de esa relevante distinción, son varios los aspectos comunes que quedan sometidos a la libre configuración de cada sociedad.

Ambas Comisiones padecen la paradoja frecuente de nuestro sistema de gobierno corporativo. Constituyendo elementos fundamentales de ese sistema, nos encontramos con que se mueven en un ámbito legal incierto pues aspectos como el de su autonomía (o dependencia) con respecto al Consejo o el de la responsabilidad de sus integrantes carecen de una respuesta específica y habrán de ser abordados por medio de la integración o adaptación de las soluciones establecidas en el régimen general de los administradores. Es cierto, sin embargo, que ese régimen especial viene siendo objeto de configuración por medio de cambios que, sin formar parte del gobierno corporativo en sentido estricto, sí son consecuencia directa de innovaciones motivadas por la importancia del ámbito en el que ambas Comisiones operan. Es decir, las normas generales que afectan a la auditoría de cuentas de las sociedades cotizadas precisan el papel del Comité de Auditoría en aspectos diversos, tanto de lo que podríamos enunciar como la elaboración y aprobación de las cuentas anuales como con respecto a la detección de contingencias, irregularidades o riesgos susceptibles de traducirse en amenazas para la solvencia o los resultados de la propia sociedad.

D) Los intereses afectados por el buen (y mal) funcionamiento de las Comisiones

Para concluir esta introducción conviene volver a una consideración general, que afecta al tema a analizar, al igual que a cualquiera otro de los que hoy se debaten. La regulación, aplicación estatutaria y funcionamiento de las Comisiones que son objeto de esta contribución deben cumplir el principio elemental del gobierno corporativo. Éste lo podemos resumir como el propósito de que la efectiva gestión de una sociedad cotizada se traduzca en unas relaciones adecuadas entre el Consejo (los ejecutivos y demás consejeros que lo integran) y los accionistas, evitando que surjan situaciones que den lugar a con-

(3) *Vid.* CNMV, *Informe Ibex 35*, 2011, p. 16, con respecto a la Comisión de Nombramientos. Como es conocido, la composición del Comité de Auditoría debe adaptarse a las reglas imperativas contenidas en la Ley del Mercado de Valores (LMV) de las que luego se trata.

flictos entre los intereses de unos y otros y, en particular, cuya deficiente resolución tenga unos efectos lesivos para la confianza general en el sistema de gobierno de las grandes sociedades cotizadas. Si algo enseña la experiencia es que el gobierno corporativo es un movimiento moderno, pero que acumula ya decenios de historia, cuyo principal impulso han sido escándalos o crisis recurrentes(4). Esta observación cobra especial vigencia con relación al buen desempeño de las Comisiones del Consejo, puesto que lo que ha provocado la atención hacia su régimen ha sido la aparición de situaciones interesadas, en las que se percibe un deficiente desempeño de sus funciones. Por decirlo de una forma más directa, el protagonismo de estas Comisiones no lo provoca el discreto y eficiente desempeño de sus funciones en el seno del Consejo, sino la percepción de que hechos negativos para la sociedad, sus accionistas y los mercados pudieron tener su origen en un mal funcionamiento de esas Comisiones. Un funcionamiento deficiente, principalmente por una falta de acción, de efectiva intervención a la hora de detectar tales hechos y corregirlos o, cuando menos, de limitar sus efectos lesivos para la sociedad.

Si optamos por una definición más amplia de lo que implica un buen gobierno corporativo, las medidas a través de las que se concreta el sistema deben fomentar la capacidad de la sociedad de recibir una adecuada financiación, desarrollar de forma eficiente las actividades que integran su objeto social, generar beneficios y cumplir sus deberes legales y las expectativas sociales vinculadas con la marcha de la empresa(5). Esa es la función que debe orientar la actuación del Consejo, pero no sólo como órgano colegiado, sino como criterio aplicable a cada una de sus Comisiones y a cada uno de los consejeros.

II. LAS COMISIONES ASESORAS Y SUS RELEVANTES FACULTADES

A) Su función auxiliar hacia el Consejo

Las dos Comisiones que estudiamos pueden considerarse como creaciones del movimiento del gobierno corporativo. No es un simple hecho histórico, sino una ubicación sistemática del papel asignado a ambas. Un papel que veremos que obliga a constantes distinciones —objetivas y de otra naturaleza— pero que permite subrayar una común circunstancia: de ambas Comisiones se espera que contribuyan al mejor desempeño por el Consejo de las funciones que las leyes y recomendaciones le atribuyen. Desde ese punto de vista, estas Comisiones aparecen como un rasgo diferenciador del Consejo de las sociedades cotizadas y su introducción se traduce, principalmente, en el ejercicio de una actuación de complemento y asesoramiento de aquél.

De ahí que pueda atribuirse a ambas Comisiones una común función auxiliar del Consejo de Administración, si bien esa coincidencia habrá de ser matizada en función de las

---

(4) Por todos, *vid.* la reciente contribución de CHEFFINS, B.R., «The History of Corporate Governance, ECGI-Law», working paper núm. 184/2012, pp. 21-23. (<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404>).

(5) Es llamativo que el CUBG no incluya ninguna referencia expresa sobre sus fines.

Sobre cuál es la finalidad del gobierno corporativo, los materiales jurídicos y económicos son ingentes. De entre ellos, a pesar del tiempo transcurrido, sigue siendo útil la exposición (con muy amplia consideración de los materiales que entonces explicaban para qué debía servir el gobierno corporativo) que realizan GREGORY, H.J./SIMMS, M.E., «Corporate Governance: What it is and why it matters», 1999, p. 2 (<http://9iacc.org/papers/day2/ws3/dnld/d2ws3_hj-gregorymesimms.pdf>).

competencias y funciones atribuidas a cada Comisión. La presencia de ambas Comisiones adquiere así un papel decisivo puesto que no se trata tan solo de introducir una suerte de *«órganos de apoyo»*(6) sino que con ello se pueda asegurar el adecuado ejercicio de la función fundamental de supervisión y control del propio Consejo.

En efecto, la constitución y actuación diligente, entre otras, de ambas Comisiones fomentará un mejor funcionamiento del Consejo. Lo hace, en primer lugar, posibilitando que decisiones de especial trascendencia sean objeto de estudio, preparación y asesoramiento proporcionados a la importancia del asunto. En segundo término, y en directa relación con la observación anterior, la participación en dichas Comisiones se convierte en una vía para que en la administración se impliquen prácticamente todos los consejeros. Se supera así esa situación tantas veces denostada y anterior al movimiento del gobierno corporativo que caricaturizaba el Consejo de Administración como un órgano colegiado dividido en dos grandes grupos: uno minúsculo pero decisivo, constituido por los consejeros ejecutivos, que manejaban toda la información y de quienes partía la iniciativa en cuanto a la presentación al Consejo de los acuerdos a adoptar, mientras que el segundo y más numeroso grupo, integrado por el resto de consejeros, en la práctica se limitaba a asentir de forma unánime y dócil a dichas propuestas de acuerdos. A través de esas Comisiones, muchos consejeros —en esencia los externos y, dentro de éstos, los independientes— encontrarán un marco funcional en donde la condición de consejero dejará de ser un simple estar y se concretará en un concreto hacer, con trascendencia posterior para el funcionamiento colectivo del órgano de administración.

B) Asesoramiento que implica facultades propias de las Comisiones

En efecto, las Comisiones asesoras, a pesar de ese carácter accesorio o auxiliar, persiguen el dinamismo y activismo de los consejeros. Éste es uno de los cambios cualitativos de todo gobierno corporativo que merece ser valorado positivamente. De los consejeros no se espera sólo que *«estén»*, sino que se informen, que propongan y decidan. Porque, a partir de su presencia en las Comisiones respectivas, a todos sus integrantes les es exigible una especial y concreta diligencia. Esa pertenencia orgánica suele llevar aparejada una mayor y mejor información sobre la marcha de la sociedad en relación con las materias sobre las que cada Comisión debe actuar. Mas esa información no es simplemente el resultado de un acceso a datos o hechos que les puedan ser facilitados por los equipos directivos, sino que a esas Comisiones se les atribuyen facultades concretas para, en primer lugar, preguntar e inquirir. No se trata de ser sujetos pasivos desde el punto de vista informativo, sino de poner en funcionamiento las habilitaciones que esas Comisiones tienen para recibir información sin depender de otros consejeros o de otras Comisiones. No es una circunstancia de menor importancia que esas Comisiones tienen reconocido el poder de recabar información de

(6) Esta expresión la utiliza el CUBG en la introducción a las Recomendaciones referidas a las comisiones: «La amplitud de las facultades que las Leyes y los Estatutos encomiendan al Consejo de Administración puede aconsejar que éste delegue ciertas funciones, especialmente de carácter ejecutivo. Por otra parte, el adecuado ejercicio de la función fundamental de supervisión y control aconseja que el Consejo disponga de ciertos órganos de apoyo en materias especialmente relevantes para dicha función.

Surgen así las Comisiones del Consejo, entre las que cabe distinguir, por un lado, la Comisión Delegada y, por otro lado, las Comisiones de Supervisión y Control» (p. 41).

forma directa de los equipos directivos de la sociedad o de otras personas relevantes para conocer la marcha de la sociedad (*v. gr*., los auditores de cuentas). El uso que se haga de ese poder resultará decisivo en distintos sentidos. El más notorio, el de la propia efectividad de las Comisiones y el de la responsabilidad de sus integrantes.

En segundo término, ese activismo informativo parte del derecho que a las Comisiones también se reconoce expresamente en cuanto a contar con un asesoramiento específico de los equipos de la sociedad o de terceros contratados al efecto (asesores jurídicos, expertos en materia de nombramientos y retribuciones, expertos contables, etc.).

III. COMISIONES SITUADAS EN EL LADO COMPLEJO DE LA VIDA CORPORATIVA

Sin perjuicio de alguna referencia más concreta a aspectos particulares del régimen diseñado para cada una de esas Comisiones, no estará de más subrayar otra circunstancia adicional que vincula a ambas y que supone operar en aspectos especialmente relevantes para el gobierno de una sociedad. Criterio de relevancia que tiene que ver con el objeto que constituye el respectivo campo de acción de cada Comisión. La auditoría de las cuentas anuales y la retribución de los administradores y directivos vienen siendo materias harto polémicas a lo largo de estos últimos años. Desde hace más de una década asistimos a situaciones que se suceden y en las que, de una forma convulsa, a alguna determinada crisis empresarial sigue una iniciativa regulatoria que trata de corregir los defectos y lagunas normativos que se presentan como causantes o coadyuvantes de esa mala experiencia.

A) La constante reforma de la auditoría de cuentas

Para ilustrar esta afirmación, conviene recordar que la introducción del Comité o Comisión de Auditoría, en España o en el ámbito internacional, resultó una consecuencia del imprevisto hundimiento de la compañía Enron y de algunos otros colapsos empresariales en Estados Unidos que pusieron de manifiesto el mal funcionamiento del sistema de elaboración y verificación de cuentas anuales. Esa crisis concreta dio paso a una reacción internacional que, a través de su recepción por la Unión Europea, terminó desembocando en nuestro ordenamiento. Apenas ha transcurrido un año de la aprobación del Texto Refundido de nuestra Ley de Auditoría de Cuentas (aprobada por medio del Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio), y ya se ha anunciado por la Comisión Europea una profunda reforma del régimen legal en esa materia.

La sensación, por tanto, es que la verificación de las cuentas anuales de sociedades cotizadas está en un movimiento perpetuo causado por la percepción de que algo sigue fallando y que, de alguna forma, las nuevas normas deben ser capaces de enderezar. Probablemente, la inestabilidad normativa de la auditoría de las cuentas en sociedades cotizadas (y su impacto consiguiente sobre el funcionamiento del Comité correspondiente) parte de dos premisas cuestionables. La primera es la de que el auditor puede detectar cualquier irregularidad contable y trasladarla al Comité de Auditoría. Si tal detección no se produjo, estaríamos ante una negligencia profesional. Cuando esta conclusión no se puede alcanzar a la vista de las circunstancias concretas (que acreditan una actuación diligente del auditor

conforme a las leyes y normas técnicas aplicables), la imputación de la mala experiencia se traslada a la norma. Fue ésta la que impidió la detección de la irregularidad en cuestión, luego procede un cambio normativo. La ilusión de que con ello desaparezcan situaciones indeseables terminará chocando con la realidad y el proceso volverá a empezar.

En el marco de esa tendencia hacia el rigor constante en la revisión de las cuentas anuales, el Comité de Auditoría permanece en el centro del escenario, no sólo como el vigilante de la información financiera y el garante de la correcta elaboración de las cuentas anuales, sino también como una suerte de órgano especialmente delegado en cuanto a la detección de cualesquiera riesgos y la supervisión de operaciones vinculadas.

B) La polémica retributiva

Qué decir con respecto a la *«política»* de toda sociedad cotizada en cuanto a la retribución de los consejeros. De nuevo es la realidad empresarial la que encadena un *«escándalo»* tras otro a partir de la publicación de retribuciones regulares o extraordinarias, fijas o variables, que, recibidas con sorpresa por la opinión pública, dan lugar a reacciones legislativas que desde hace tiempo vienen convirtiendo esta materia en otro terreno abonado a la sucesión de reformas. Se anuncia desde hace meses la culminación del desarrollo reglamentario de la Ley de Economía Sostenible en cuanto a la obligada transparencia de retribuciones en sociedades cotizadas, mientras vivimos de manera cotidiana una creciente discusión sobre las retribuciones que perciben algunos de los protagonistas de nuestro sistema financiero, al tiempo que se aprueban restricciones concretas para la retribución de determinadas entidades en función del recurso a fondos públicos como vía para la continuidad de la actividad de esa entidad(7). También en esa materia se repite esa sensación de *perpetuum mobile*, puesto que cuando se produce la incorporación de medidas normativas que implican un mayor control, éstas se ven superadas por otras que se anuncian. Esta tendencia tiene que ver con ese factor internacional del gobierno corporativo y con su influencia en ordenamientos que se mueven en función de deberes de armonización de la legislación nacional a las medidas diseñadas en ámbitos supranacionales. En materia de retribución, cuando no hemos completado el voto consultivo por la junta del Informe de retribuciones, se constata que en los ordenamientos de los que surge esa votación consultiva se abandona ésta en favor de un notorio reforzamiento del papel de la junta (cuyos acuerdos pasan a ser vinculantes en aspectos diversos) y de la introducción de medidas que deben tutelar los intereses de la sociedad ante la retribución de consejeros y directivos(8).

---

(7) La irrupción normativa directa y contundente se produjo en el Real Decreto-ley 3/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, que impuso *«topes»* salariales en aquellas entidades que hubieren pasado a tener al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) como principal accionista o solicitado cualquier tipo de apoyo financiero del mismo (*vid.* su Título V). El citado Real Decreto-ley ha sido objeto de reciente desarrollo por medio de la Orden de 3 de agosto de 2012.

(8) Como es conocido, la votación consultiva encontró una acogida pionera en el ordenamiento británico, desde el que se trasladó a las recomendaciones comunitarias que influyeron sobre el CUBG. Durante el año 2012, la insatisfactoria experiencia registrada llevó al Gobierno británico a proponer una mayor severidad en esa regulación. Los resultados de un proceso de consulta pública al respecto parece que van a dar lugar a cambios normativos de menor alcance que los anunciados, aunque significativos en lo que supone de mayor poder de la junta en este asunto: *vid.* la información recogida en «Directors' Remuneration: The Story Continues», *Company Law Newsletter* 318 (2012), p. 1 y «Directors' Remuneration: The Story Continues Yet Further», 319 (2012), p. 1.

Cambios que, sin duda, aumentarán la importancia del papel de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

Así pues, auditoría y retribución son aspectos del funcionamiento de toda sociedad cotizada que permanecen en el candelero desde hace años. Una actualidad que no es solo social, sino también normativa, pues son constantes las iniciativas destinadas a regular ambas materias. Esa actualidad obliga a analizar con especial atención si esas reformas encuentran alguna justificación en el comportamiento de las Comisiones respectivas.

IV. COMITÉ DE AUDITORÍA

Como ya se ha anticipado, existe una sustancial diferencia entre el régimen legal aplicable al Comité de Auditoría y el correspondiente a otras Comisiones asesoras del Consejo. No puede considerarse que la primera esté sometida al régimen de la autorregulación, puesto que su existencia, composición y competencias mínimas han sido determinadas legalmente. En concreto, lo fueron en 2002 por la disposición adicional decimoctava de la LMV, a lo que se sumó la aportación que con respecto a la misma hizo la Recomendación europea de 2005, que el CUBG ha tenido en cuenta.

No es este el lugar ni el momento de adentrarnos en un minucioso estudio del régimen de este Comité (que ha merecido una notable atención doctrinal[9]), pero sí ha de subrayarse que se caracteriza por tener atribuidas unas funciones propias, que debe y puede ejercer con relación a aspectos esenciales para la marcha de la sociedad. Las más notorias afectan a la elaboración de su contabilidad, entendida ésta en un amplio sentido. A dicho Comité se le reconoce de manera expresa una capacidad de conectar con departamentos internos de la sociedad y recabar de estos información sobre aspectos tan decisivos como los sistemas de información y control interno o la gestión de riesgos (*vid.* Recomendaciones 46 a 52). Lo decisivo es que no pocas de las competencias reconocidas son autónomas de este Comité. En efecto, éste podrá llevar a cabo actuaciones de investigación o supervisión que no precisan ni la autorización o delegación previa del Consejo, ni su ratificación posterior.

Sin perjuicio de la que hemos descrito como actividad principal, el avance del gobierno corporativo ha ido atribuyendo a este Comité unas funciones que, de hecho, lo convierten en un protagonista decisivo de la práctica de la gestión. Así, al Comité de Auditoría se le ha reconocido por influencia internacional un especial protagonismo en otro aspecto tan polémico como la detección y corrección de irregularidades. Se trata del procedimiento diseñado con vistas a poder canalizar denuncias internas de cualesquiera irregularidades.

---

(9) *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Líneas generales del régimen del comité de auditoría de las sociedades cotizadas», *RDBB*, 89, 2003, pp. 191 y ss.; *idem*, «La reforma del comité de auditoría», en AA.VV., *Estudios Homenaje al Profesor Carlos Fernández-Novoa,* Madrid, 2010, pp. 245 y ss.; *idem*, «El comité de auditoría en el control interno sobre la información en las sociedades cotizadas», en AA.VV., *Estudios Homenaje al Profesor Alfredo Morles Hernández* (coords. Uzcátegui Angulo/ Rodríguez Berrizbeitia), vol. II, Caracas, 2012, pp. 758 y ss.; TORRENT, A./ RIVERO MENÉNDEZ, J. A./ALVARADO RIQUELME, M., «Comités de auditoría», *RDM*, 250 (2003), pp. 1615 y ss.; VELASCO SAN PEDRO, L. A., «El comité de auditoría», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas* (dirs. Rodríguez Artigas/Fernández de la Gándara/Esteban Velasco), t. II, Madrid. 2006, pp. 1087 y ss., y TERREROS CEBALLOS, G, «El Comité de Auditoría y sus funciones», *DT del Departamento de Derecho Mercantil* núm. 2008/17, enero 2008, p. 5 y ss., disponible en <http://eprints.ucm.es/7572/1/DT_17.pdf>.

La Recomendación 51 reconoce un protagonismo excepcional a este Comité a la hora de investigar esas denuncias presentadas por los denominados *whistleblowers.*

En fin, basta con remitir a la ya citada disposición adicional decimoctava LMV para comprobar que, al incluir entre las competencias mínimas del Comité, actuaciones vinculadas con la elaboración de información financiera para concluir que de ella se espera un seguimiento constante de la marcha de la sociedad y de su gestión. Desde un punto de vista cualitativo, también es destacable el papel del Comité con respecto a las operaciones vinculadas.

V. LA COMISIÓN DE NOMBRAMIENTOS Y (SOBRE TODO) DE RETRIBUCIONES

Esta Comisión presenta un notorio cariz asesor, pues la práctica totalidad de sus funciones se orientan a labores de información o preparación de acuerdos reservados al Consejo de Administración. Así sucede en materia de nombramientos y ceses y de retribuciones, en la determinación de la política correspondiente o en la aprobación de retribuciones específicas (que la Recomendación 8 atribuye al Consejo). Existe una notable dependencia funcional con respecto al Consejo y también una contradictoria vinculación operativa entre esta Comisión y los ejecutivos.

Esta contradicción se observa a partir del hecho que supone que una Comisión en la que deben ser mayoría los Consejeros independientes[(10)], tanto en materia de nombramientos, como de retribuciones[(11)], se vea obligada a consultar con el Presidente y primer ejecutivo de la sociedad. Una obligación que, aunque se formule como una recomendación, no deja lugar a la duda acerca de la consideración de la conveniencia de esa consulta, a pesar de que sea en no pocas ocasiones el sujeto a consultar el principal afectado por los eventuales acuerdos de la Comisión.

Una vez que se aprueben las normas reglamentarias en preparación, esta Comisión va a ser objeto de un especial escrutinio, en especial a partir de la obligada presentación por el Consejo ante la junta general del Informe anual sobre remuneraciones que contempla el artículo 61 ter LMV (introducido por la Ley de Economía Sostenible). La transparencia en la preparación de todo acuerdo societario fomenta la revisión del comportamiento e implicación en ese proceso de cuantos hayan intervenido. La atención normativa hacia lo que podríamos describir como el problema retributivo es una reacción hacia la hipersensibilidad social que existe en esta materia, que no olvidemos que está deparando actuaciones jurisdiccionales (incluso en el orden penal y con implicación del Ministerio Fiscal). En ese entorno social y judicial, que ha introducido un mayor rigor en la política retributiva

(10) Recomendación 54 CUBG: «Que la mayoría de los miembros de la Comisión de Nombramientos —o de Nombramientos y Retribuciones, si fueran una sola— sean consejeros independientes».

(11) Recomendación 56 CUBG: «Que la Comisión de Nombramientos consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos. Y que cualquier consejero pueda solicitar de la Comisión de Nombramientos que tome en consideración, por si los considerara idóneos, potenciales candidatos para cubrir vacantes de consejero».

Recomendación 58 CUBG: «Que la Comisión de Retribuciones consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos y altos directivos».

de nuestras grandes corporaciones, la revisión del papel de las respectivas Comisiones asesoras en esta materia es un hecho previsible, que animará a sus integrantes a extremar la diligencia en el desempeño de las funciones que les atribuyen el CUBG.

VI. UN APUNTE SOBRE EL SEGUIMIENTO DEL CUBG

Como ya se ha apuntado en los apartados anteriores de esta exposición, la CNMV facilita un cuidado seguimiento de las prácticas de gobierno corporativo de nuestras sociedades cotizadas a través de la elaboración y difusión de sus informes periódicos. Si atendemos a las prácticas que pueden afectar por igual a ambas Comisiones, nos encontramos con un seguimiento del 68,6% en 2010 de la decisiva Recomendación 44, acerca de la composición de las mismas. Puede ser opinable si es suficiente o no el seguimiento de esa Recomendación, que presenta una evolución positiva. Lo que no parece muy consistente es la explicación a la que se suele recurrir para justificar dicha falta de seguimiento: «… para designar a los miembros de las comisiones de control lo primero que se ha tenido en cuenta es la aptitud, experiencia y cualificación del consejero, características que han prevaleciendo (sic) sobre su tipología»[(12)].

Con relación a la Comisión de Auditoría, la menos seguida es la Recomendación 50, apartado 1.º d, referida al mecanismo de comunicación de irregularidades. Cualquiera que profundice en el estudio del sistema de los que he traducido como delatores internos concluirá que es un tema harto complejo. Sin perjuicio de ello, la experiencia internacional en esta materia es muy amplia y debería servir para que la implantación de esos mecanismos de detección e investigación de hechos susceptibles de afectar a la marcha de la sociedad no registrara mayores problemas. Ante todo, porque un correcto funcionamiento de esos mecanismos está orientado a prever malas prácticas que terminen afectando a la reputación de la empresa y sus directivos y poniendo en cuestión el propio sistema de gobierno de la sociedad.

Por lo que se refiere a la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, aunque ello no afecte propiamente a la organización de esta Comisión, sí que es destacable que sea precisamente en su ámbito objetivo de actuación donde se produce de forma persistente un mayor desconocimiento de las Recomendaciones del CUBG. Es cierto que el muy bajo seguimiento de la Recomendación 40 —el sometimiento a la junta del Informe anual de retribuciones— y de la Recomendación 41 —detallen la memoria de retribuciones individuales— son directamente achacables al Consejo de Administración, pero ello no deja de subrayar los límites en los que actúa la citada Comisión.

VII. ALGUNOS APUNTES EN MATERIA DE RESPONSABILIDAD

A) Funciones especiales y régimen general de responsabilidad

Al examinar el régimen de responsabilidad de los integrantes de las Comisiones analizadas, la primera consideración es la relativa a si les es aplicable el régimen general que en

(12) Informe CNMV, p. 60.

materia de responsabilidad establece la Ley de Sociedades de Capital en los artículos 236 y ss. Puesto que la responsabilidad de los administradores es individual y orgánica, debemos plantearnos si a la Comisión de Auditoría y a la de Nombramientos cabe atribuirles esa condición de órganos. Tal atribución parece incuestionable en el caso de la Comisión de Auditoría que, como sabemos, es un órgano que toda entidad emisora de valores *«deberá tener»*(13).

B) Delegación de facultades y responsabilidad

En el caso de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, a pesar de que encontremos en los distintos informes y códigos de buen gobierno referencias a su consideración como *«órganos delegados»*(14) u órganos de apoyo (CUBG), tal naturaleza orgánica puede merecer algunas dudas. A pesar de ello, creo que también en este caso ha de entenderse que nos encontramos ante un órgano societario. Aunque su existencia dependa en cada sociedad del criterio aplicable en cuanto a la organización de las Comisiones del Consejo, a la Comisión de Nombramientos y Retribuciones se le atribuyen funciones vinculadas con la retribución de los administradores que han cobrado una especial relevancia normativa, que presupone la actuación necesaria de la misma. Por tanto, debemos partir de que ambas Comisiones tienen esa naturaleza orgánica que resulta de formar parte de la estructura organizativa diseñada para cualquier sociedad cotizada y que se concreta, a partir de las disposiciones legales y de las recomendaciones, en su precisa delimitación por parte de los estatutos y reglamentos.

Podemos vincular el régimen de responsabilidad de los integrantes de esas Comisiones con la circunstancia de su autonomía. Junto a la expresión de esa autonomía a través de la composición de las comisiones por consejeros externos, la autonomía decisiva en materia de responsabilidad es la que resulta de las concretas competencias atribuidas a cada Comisión. Como vamos a ver, estas competencias no permiten atribuir a ninguna de esas Comisiones la condición de órganos delegados del Consejo de Administración ni, por consiguiente, adentrarnos en el conocido debate de cómo opera la delegación de facultades en materia de responsabilidad.

C) Autonomía (funciones propias) y responsabilidad

Ambas Comisiones tienen competencias o funciones propias. Nos encontramos con otra distinción relevante en el régimen de una y otra. Porque el Comité de Auditoría tiene atribuidas competencias propias, que no son una delegación del Consejo, sino una atribución legal, modulada por los códigos de buen gobierno. Esas competencias se proyectan hacia los sistemas de información y control interno y hacia la relación con el auditor externo y configuran un ámbito propio y autónomo de actuación y, por lo tanto, también un régimen específico de responsabilidad. Porque esas competencias que se atribuyen a la Comisión de Auditoría reclaman de cada uno de sus integrantes un comportamiento indivi-

(13) Disposición adicional decimoctava, 1 LMV.

(14) *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (Informe Olivencia), 26 de de febrero de 1998, 67 pp.

dual adecuado para que la Comisión cumpla con tan relevantes atribuciones. Allí donde los hechos pongan de manifiesto situaciones de incumplimiento de las mismas y, en la medida en que concurran en esas situaciones los presupuestos generales de responsabilidad de los administradores, los sujetos legitimados podrán ejercitar las acciones correspondientes.

Es precisamente ese ámbito de poder autónomo de la Comisión de Auditoría el que priva de significación que su actuación haya podido ser ratificada o subsanada por acuerdos del Consejo en pleno, al igual que también será aplicable la no exoneración de responsabilidad por el hecho de que la actuación de ésta hubiere sido aprobada, autorizada o ratificada por la junta general.

El régimen de responsabilidad de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones presenta problemas distintos. De nuevo serán las competencias de esa Comisión el criterio relevante. Mientras veíamos que la Comisión de Auditoría tenía reconocidas facultades autónomas de supervisión y actuación, en el caso de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones su actividad es esencialmente asesora, lo que se pone especialmente de manifiesto en las Recomendaciones 55 y 57, que enuncian una serie de actuaciones de evaluación, examen o información, que resultan previas a acuerdos cuya adopción se reserva al Consejo de Administración.

El concreto ejercicio de estas competencias limitadas dificulta imaginar que, considerada aisladamente y a salvo cuanto luego se señala sobre la concreción del deber de diligencia, una decisión de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones pueda dar lugar a un supuesto de responsabilidad de sus integrantes. Podríamos concluir diciendo que a una menor autonomía se corresponde una menor responsabilidad.

D) La importancia de la conducta diligente de las Comisiones

Para terminar, cabe una mención sobre la responsabilidad de los integrantes de las Comisiones estudiadas. Será con frecuencia un reproche por la infracción del deber de diligencia. La norma trata de precisar éste como el deber *«de informarse diligentemente de la marcha de la sociedad»* (art. 225.2 LCS). La eventual vulneración de tal deber cobra perfiles acentuados en el seno de Comisiones de las que hemos repetido que comparten una capacidad de contribuir, por medio de competencias supervisoras, a la mejor actuación del Consejo. Tanto porque en el seno de aquellas el consejero encuentra un ámbito de organización y habilitación favorables al ejercicio de ese deber de informarse, como por la necesidad de que tal información individual y colectiva se traduzca en actuaciones concretas de cada Comisión.

La formulación del deber de diligencia no deja lugar a la duda sobre que estamos ante un deber de actuar. El reflexivo *«informarse»* apunta al análisis de la actuación desplegada, en concreto, por cada uno de los integrantes de esas Comisiones. La responsabilidad más nítida apunta a la omisión o a un insuficiente ejercicio de ese deber, precisamente por consejeros que tienen reconocido un especial poder de preguntar y consultar. Un poder que puede ejercitar individual, colectiva u orgánicamente. Cabe también imaginar una responsabilidad por acción, al adoptar o proponer acuerdos basados en informes erróneos. Pero creo que el primer supuesto será el más habitual, al permitir vincular el daño padecido por la sociedad con una actuación ilícita de los administradores derivada de su pasividad: la

falta de ejercicio de los amplios poderes de investigación y conocimiento que disfrutan y el no haber sabido detectar el hecho lesivo y adoptar o proponer las medidas preventivas o correctoras del mismo.

Un último apunte lo suscita el sometimiento a la junta general del Informe de Retribuciones. Un Informe cuya elaboración está encomendada al Consejo de Administración, pero cuyo contenido y preparación habrán implicado de forma especial a la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. A partir de la experiencia de otras jurisdicciones, cabe suscitar si la no aprobación del citado Informe abre un supuesto de responsabilidad de los consejeros que lo aprobaron. Se entiende que el detonante de esa posible responsabilidad radica en la discrepancia mayoritaria de los accionistas con las retribuciones establecidas en el Informe. Es el caso de Estados Unidos, donde el *say on pay* negativo de las juntas de algunas sociedades ha llevado a plantear si la aprobación previa del Informe por los administradores suponía una infracción de la *business judgement rule*.

No creo que tal relación contradictoria —los miembros de la Comisión aconsejan acuerdos retributivos del Consejo que los accionistas rechazan— dé lugar, sin más, a un supuesto de responsabilidad. La diligencia no radica en obtener confirmación de la junta, sino en analizar e informar en esa materia retributiva de acuerdo con criterios prudentes y adecuados a la propia sociedad y a los cargos afectados. La diligencia dependerá, sobre todo, de actuar conforme a procedimientos contrastados a la hora de informar sobre las retribuciones de los administradores y altos directivos.

JURISPRUDENCIA

ROBO DEL CONTENIDO DE UNA CAJA DE SEGURIDAD: SUPUESTOS EN QUE RESPONDE EL BANCO Y *QUANTUM* INDEMNIZATORIO(*)

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1.ª) núm. 67/2012, de 10 de febrero(1)

NEREA IRÁCULIS ARREGUI

Doctora en Derecho. Profesora Agregada de Derecho Mercantil. Universidad del País Vasco

RESUMEN

El trabajo trata de responder a las dos cuestiones fundamentales que se plantean cuando se produce el robo del contenido de una caja de seguridad de una entidad bancaria, esto es, ¿quién se responsabiliza de lo que se ha guardado en la caja, el Banco o el cliente que ha alquilado la caja? Y, si es el Banco ¿de qué responde? La respuesta implicará la determinación del alcance de la responsabilidad del Banco en el seno del atípico contrato bancario denominado de alquiler de cajas de seguridad. En esa dirección, es preciso acudir, en primer lugar, a las reglas imperativas referentes a las obligaciones y contratos en general; subsidiariamente, a las normas del contrato típico que integren el contenido del atípico en cuestión; y, finalmente, a las estipulaciones de las partes (siempre y cuando no se traspasen los límites de la autonomía de la voluntad) y a las posibles cláusulas de limitación de responsabilidad. La aplicación analógica de la normativa de un contrato típico que conjugue con la finalidad perseguida mediante la celebración de este contrato atípico se aborda con contundencia por la doctrina y la jurisprudencia española a la hora de indicar la existencia o inexistencia de responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad. El problema no es la previsión jurídica de la responsabilidad bancaria, gracias, en gran parte, a la aplicación de la normativa de los contratos análogos. El problema puede derivar de las posibles

ABSTRACT

The paper tries to answer the two fundamental questions that arise when there is theft of the content of a safe-deposit box of a bank, that is, who is responsible for what has been kept in the box, the bank or the customer who has rented the box? And, if it is the bank, what is responsible? The answer will involve determining the extent of liability of the bank within the atypical banking contract called rental safe-deposit boxes. In that direction, reference must be, first, to mandatory rules on the obligations and contracts in general; alternatively, to the rules of typical contract to integrate the contents of the atypical contract in question; and, finally, to the stipulations of the parties (without transgressing the limits of the autonomy of the will) and to the possible limitation clauses of liability. The analogous application of the rules of a typical contract that combines with the objective pursued by the conclusion of this atypical contract is dealt with firmly by the spanisch doctrine and jurisprudence at the time of indicating the existence or nonexistence of bank liability for theft of the contents of a safe-deposit box.

The problem is not the legal provision of bank liability, thanks, in large part, to the application of the rules of the similar contracts. The problem can be derived from the possible contractual clauses limiting such liability, regarding its improper or abusive character, when the contract was concluded according to general conditions. It is thus

(*) El presente trabajo se enmarca dentro de las investigaciones realizadas en el seno del Grupo de Investigación de la Universidad del País Vasco GIU 09/23 («Competencia, liberalización de mercados y servicios de transporte»), del que quien suscribe es miembro integrante.

(1) Ponente: Excmo. Sr. José Antonio Seijas Quintana (JUR 2012\61792).

cláusulas contractuales de limitación de dicha responsabilidad, en lo referente a su carácter incorrecto o abusivo, cuando el contrato se haya celebrado conforme a condiciones generales. Resulta así relevante analizar estas específicas cláusulas, especialmente beneficiosas para el Banco. Beneficio, que no desaparece en el caso de que el robo lo hubiera cometido un empleado, por lo que el Banco igualmente se beneficiaría de esa limitación.

Palabras clave: *Cajas de seguridad, custodia, responsabilidad, depósito, cláusulas de limitación de responsabilidad, cláusula nula por abusiva, conducta ilícita de un empleado.*

important to analyze these specific clauses, especially beneficial for the bank. Benefit that does not disappear in the case of the theft he had committed an employee, so that the bank also would benefit from this limitation.

Key words: *Safe-deposit box, custody, liability, deposit, limitation clauses of liability, clause void for abusive, unlawful conduct of an employee.*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

El supuesto de hecho de esta sentencia es la sustracción del dinero que se encontraba en una caja de seguridad de un Banco. A los efectos de poder exigir responsabilidad a la entidad bancaria y de fijar su *quantum*, ambas cuestiones litigiosas, hay que detenerse en la argumentación desplegada tanto por la sentencia de primera instancia como por la sentencia dictada en grado de apelación. Ambas estiman la demanda principal, condenando al Banco al abono de la cantidad reclamada, en primer lugar, sobre la base del hecho plenamente acreditado del robo del dinero introducido por el demandante en la caja de seguridad contratada con el Banco demandado y de que dicha sustracción se debió a una negligencia en las medidas de seguridad. Y, en segundo término, con apoyo en la calificación de la Condición General Tercera del contrato de alquiler de caja de seguridad como cláusula limitativa de los derechos del demandante y de la responsabilidad del Banco.

Ante los primeros hechos probados, queda desarmada la oposición de la entidad demandada en materia de responsabilidad, al quedar acreditada tanto la constitución como la permanencia del depósito por parte del demandante en la caja de seguridad alquilada a dicha entidad y el incumplimiento imputable al Banco de su prestación. Sin embargo, a los efectos de poder limitar dicha responsabilidad, ante la calificación e interpretación de la cláusula tercera del contrato litigioso, el Banco demandado apoya con contundencia su oposición, poniendo en cuestión tanto la naturaleza como la interpretación literal de aquella condición consideradas en la instancia y en apelación.

En estas circunstancias, la argumentación que el Banco demandado despliega para obtener la limitación de su responsabilidad hubiera exigido al Tribunal Supremo tratar tres cuestiones fundamentales. En primer lugar, el acierto de aplicar al actor el tratamiento de consumidor en su contrato de alquiler de caja de seguridad. Debe recordarse que la Ley prevé que el control del contenido de la contratación se aplique exclusivamente a las cláusulas abusivas, cuando el contrato se haya celebrado con un consumidor. En segundo lugar, la determinación del carácter abusivo o no de la cláusula que se incorpora al contrato para limitar la cifra objeto de depósito. Y, en último lugar, la interpretación literal de la Condición General Tercera del contrato en lo referente a la obligación de una declaración expresa por parte del depositante en cuanto a la cantidad de dinero depositado en la caja de seguridad, para que resulte obligado el Banco por el total de la cantidad sustraída. Mientras que la primera cuestión, en el momento en que ocurren los hechos, se aborda en el artículo 1, apartados segundo y tercero, de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (en la actualidad, se contiene en el art. 3 del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias), los restantes motivos del recurso se refieren a la regla de interpretación del artículo 1281 del Código Civil: «Como segundo motivo alega la infracción

del artículo 1281 del Código Civil, en relación con la condición general tercera del contrato de caja de alquiler, considerando que dicha condición no puede ser calificada como cláusula excluyente y limitativa de los derechos del recurrido, mientras que en el tercero se aduce la vulneración del mismo artículo por cuanto de la interpretación literal de la Condición General Tercera del contrato se deduce la obligación de una declaración expresa por parte del actor/recurrido, en cuanto a la cantidad de dinero depositado en la caja de alquiler, para que resultase obligado el Banco recurrente y ampliada a más de 12.000 euros su responsabilidad, ante la sustracción ocurrida».

Empero, los hechos declarados probados eximen al Tribunal Supremo de tal labor. En efecto, el hecho de que el Banco acepte el depósito sin cumplimentar el contenido de la cláusula litigiosa hace innecesario atender la alegación según la cual la cláusula señalada no es una cláusula limitativa de los derechos del demandante y, previamente, la comprobación de si aquél entra o no dentro del concepto de consumidor: «Todos ellos dejan sin contenido un primer motivo, ajeno a la casación, como es el de la prueba de si el demandante cae o no dentro del concepto de consumidor a los efectos de procurarle la tutela que dispensa la Ley y que resulta de una primera apreciación de evidente carácter fáctico que tiene como fundamento la condición de persona que deposita en una entidad bancaria los rendimientos derivados de su trabajo, sin que los mismos queden incorporados a una actividad empresarial o proceso de producción».

Y, si bien el Tribunal Supremo destaca el hecho probado de que se imputara la sustracción del dinero a un empleado del Banco, lo trascendental es que la declaración de hechos probados sostiene el conocimiento y consentimiento del Banco al depósito en la caja de seguridad de una cantidad superior al importe que figuraba en el contrato, sin cumplir con los requisitos de declaración expresa por parte del depositante en cuanto al dinero depositado y de conformidad expresa por parte del Banco a importes superiores al contratado. Ante la Condición General Tercera del contrato, conforme a la cual se estableció un límite de doce mil euros de los bienes y valores a depositar, «salvo que, previa la expresa declaración de estos objetos al Banco, obtenga el usuario el consentimiento expreso a su introducción y acepte a su cargo los costes de contratación en Compañía de primer orden de un seguro a todo riesgo, para responder de cualquier evento dañoso que pudieran sufrir dichos objetos, sin cuyos requisitos, todo incumplimiento del límite pactado en el presente contrato será desconocido por el Banco y correrá de la exclusiva cuenta y riesgo del usuario», deviene irrelevante si la cláusula es una cláusula limitativa de los derechos del demandante como consumidor o, si por el contrario, es una cláusula que ha de ser calificada como «delimitadora del objeto y del riesgo», ya que lo relevante es que el Banco conoce y acepta el depósito de una cantidad superior en la caja de seguridad sin cumplimentar los requisitos exigidos para ello, por lo que no se plantea ningún problema de calificación abusiva o no de la condición que se incorpora al contrato, ni tampoco de interpretación, al ser el propio Banco quien acepta el depósito de una cantidad superior a los doce mil euros del contrato «sin exigencia alguna sobre el cumplimiento de los requisitos que se imponen contractualmente para el depósito en otras condiciones». En base a dicho conocimiento y consentimiento, aunque no sean expresos, quedan vacíos de contenido los dos argumentos referidos a la regla de la interpretación contenida en el artículo 1.281 del Código Civil, señalando la sentencia que, «También los hechos probados dejan sin contenido el segundo y tercer motivo referidos a la regla de la interpretación del artículo 1281CC, que se cita sin precisar al apartado a que se refiere, para cuestionar algo que nada tiene que ver con la interpretación sino con el carácter abusivo o no de la cláusula que se incorpora al contrato para limitar la cifra objeto de depósito, o sobre algo que el propio banco ha aceptado, como es el ingreso de una cantidad superior en la caja de seguridad sin cumplimentar los requisitos exigidos para ello». En definitiva, el Tribunal Supremo desestima el recurso de casación, pero con una argumentación distinta sobre la base de los hechos declarados probados, parca pero contundente.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. OBLIGACIÓN DEL BANCO RELATIVA A LA CUSTODIA Y LA ATIPICIDAD DEL CONTRATO.

III. AFIRMACIÓN DE RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL DEL BANCO POR ROBO DEL CONTENIDO DE UNA CAJA DE SEGURIDAD.

1. El Banco se obliga a dedicar una cuidadosa vigilancia del servicio de cajas de seguridad.

2. Responsabilidad del Banco por incumplimiento de la obligación de custodia.

IV. AFIRMACIÓN DE RESPONSABILIDAD EXTRACONTRACTUAL DEL BANCO POR ROBO DEL CONTENIDO DE UNA CAJA DE SEGURIDAD.

V. DETERMINACIÓN DEL *QUANTUM* INDEMNIZATORIO.

1. La prueba de los daños.

2. Cláusulas limitativas de responsabilidad.

I. INTRODUCCIÓN

Las entidades de crédito[(2)] ofrecen a sus clientes, a cambio de una compensación dineraria, la posibilidad de usar personalmente cajas de seguridad, colocadas en las dependencias bancarias, para guardar en ellas los objetos que deseen[(3)]. Este contrato bancario de

(2) Las entidades de crédito prestan este servicio como empresarios que disponen de las instalaciones y medidas de seguridad requeridas para ello, pero no existe una exclusividad a favor de dichas entidades. Así, se hace referencia a empresas de carácter no bancario, como por ejemplo, empresas de seguridad, véase ÁLVAREZ RUBIO, J., *El contrato bancario de cajas de seguridad*, Aranzadi, Cizur Menor, 2007, pp. 257-259; o establecimientos hoteleros, véase ÁLVAREZ ÁLVAREZ, H., «Distinción entre contrato de depósito y contrato de arrendamiento de cajas fuertes», *Actualidad Civil*, núm. 13, 2004, pp. 1569-1580, al indicar que entre los servicios que ofrecen a sus clientes los establecimientos hoteleros cuentan con el de las cajas de seguridad, bien sea para ofrecer un mejor servicio a los clientes o bien por mandato legal, haciendo hincapié en este último aspecto en la existencia obligatoria de cajas de seguridad en determinados hoteles, que puede venir impuesta por la legislación autonómica aplicable. Por lo que respecta a las entidades de crédito, «el alquiler de cajas fuertes» constituye una actividad propia de dichas entidades con reflejo normativo en el artículo 52. n) de la Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

(3) Que se estiman valiosos, no porque hayan de ser cosas de valor, sino por la consideración de la finalidad económica-social del contrato de alquiler de cajas de seguridad que se celebra, que no es otra que tener a buen recaudo y en lugar seguro, a salvo principalmente de robos, los objetos que se quiera. En atención a lo que el cliente busca, y el Banco le ofrece por medio del uso de una caja fuerte, cabe estimar que lo que se introduzca sea de importancia o valor para el cliente. No cabe hablar de exigencia de valor en un contrato donde el cliente puede introducir y retirar privadamente, tantas veces como estime conveniente, cualquier clase de objeto, bajo el amparo del secreto como rasgo esencial

alquiler de cajas de seguridad supone para la entidad la obligación de prestar un determinado servicio cual es facilitar a su cliente en exclusiva el uso de una caja de seguridad. El interés del cliente es, por tanto, hacer uso de la caja cedida. No obstante, el provecho del cliente no se agota con la utilización de la caja, ya que por medio de este uso se pretende conseguir un fin ulterior como es la custodia de los objetos que se depositen en aquélla. El cliente persigue la seguridad respecto de las cosas que se introducen en la caja, y dicha finalidad práctica se consigue procurándole el goce de una caja de especiales características y particularmente vigilada. Así pues, el Banco además de ceder el uso de la caja, para que el cliente pueda disponer de un espacio donde guardar sus objetos, debe custodiarla, velando por su integridad física, de tal manera que la vigilancia de la caja, que queda bajo el ámbito de influencia del Banco cedente, constituye una obligación derivada del contrato de alquiler de cajas de seguridad. Tan esencial como la cesión del uso de la caja es la custodia, ya que en este contrato se produce un intercambio de dinero por seguridad.

El punto de partida de este análisis es la determinación de las obligaciones del Banco, en particular la obligación de custodia, ya que ello permite precisar la responsabilidad a que queda sujeta la entidad bancaria en caso de robo y abordar la cuestión litigiosa planteada en la sentencia. Aunque el Tribunal Supremo no ha tenido muchas ocasiones para pronunciarse sobre cuestiones relativas a contratos de cajas de seguridad, en la última sentencia de 4 de noviembre de 2008[4] concreta la responsabilidad por robo del Banco derivada del incumplimiento de la prestación de custodia, considerando acertada la aplicación por analogía de las normas del depósito cerrado. Sin embargo, el problema de mayor envergadura que se plantea en aquel caso no es éste, sino el de determinar acerca de qué se responde, pues el Banco no recibe materialmente los objetos y además el cliente puede sacarlos en cualquier momento sin que la entidad tenga conocimiento de ello. El Tribunal Supremo soluciona la dificultad existente en materia de prueba del contenido de la caja y de su valor entendiendo aplicable por analogía el artículo 1769, párrafo tercero del Código Civil, por lo que «el depositante será creído en cuanto al valor de los objetos depositados, salvo prueba en contrario».

En el supuesto objeto de estudio en este comentario no se plantea la cuestión de la prueba del valor declarado por el titular de la caja para la determinación del *quantum* indemnizatorio, sino la propia determinación de ese *quantum*, dada la inclusión en el contrato de una cláusula limitativa del valor de lo depositado (carácter limitativo que no se pierde a pesar de recoger una salvedad para extender dicha responsabilidad más allá del

---

del contrato; ÁLVAREZ RUBIO, J., *El contrato bancario de cajas de seguridad*, op. cit., pp. 87-88, quien mantiene la afirmación de que los objetos que se guardan en cajas de seguridad custodiadas bajo especiales condiciones de seguridad son objetos de valor; MARTÍNEZ ROSADO, J., «El servicio de alquiler de cajas de seguridad», *La contratación bancaria*, Dykinson, Madrid, 2007, pp. 1404, indica las cláusulas limitativas respecto a los objetos a introducir en la caja de seguridad que, más o menos, vienen a establecer que «la caja arrendada sólo podrá utilizarse para guardar valores, alhajas, piedras preciosas, objetos y documentos cuya tenencia no esté prohibida por la Ley y no sean susceptibles de perjudicar las instalaciones del Banco o el contenido de otras cajas. Queda expresamente prohibido introducir en la caja objetos explosivos, insalubres, nocivos o peligrosos…».

(4) RJ 2008\5890. Esta sentencia ha sido comentada por VIOLA DEMESTRE, I., «Naturaleza jurídica del contrato de caja de seguridad: contrato atípico surgido de la conjunción de prestaciones del arriendo de cosas y del depósito (…)», en *CCJC*, núm. 80, 2009, pp. 871 y ss.; por GONZÁLEZ CASTILLA, F., «La aplicación del régimen del depósito cerrado al contrato de alquiler de caja de seguridad (Sentencia de 4 de noviembre de 2008)» en *RDM*, núm. 273, 2009, pp. 1194 y ss.

tope máximo cuantitativamente estimado)[5]. En la sentencia de instancia, así como en la de apelación, la controversia gira en torno a la validez de esta cláusula, si constituye una limitación de responsabilidad o una delimitación del objeto del contrato. Cobra así importancia el análisis de la licitud de dicha cláusula en contraste con la legislación relativa a las condiciones generales de la contratación, así como con la legislación protectora del consumidor, cuando el titular de la caja de seguridad sea un consumidor o usuario, como es el caso. No obstante, finalmente, y en virtud de los hechos probados, con independencia de la validez o no validez de la cláusula en sede de limitación de responsabilidad, simplemente en atención a la falta de exigencia por parte del Banco de los requisitos impuestos contractualmente en dicha cláusula, el Tribunal Supremo concluye que la cuantía del daño indemnizable se corresponda con la cantidad declarada, resolviendo con firmeza la cuestión que se le plantea, tras confirmar la afirmación de responsabilidad del Banco, que no es otra que la determinación de su *quantum*.

Los enunciados que se desarrollan a continuación se refieren a las cuestiones planteadas en la sentencia, las cuales moldean la materia objeto de estudio, esto es, la responsabilidad bancaria por el robo del contenido de una caja de seguridad. Así, la afirmación de la responsabilidad del Banco deriva de la obligación de custodia de la caja de seguridad y de su incumplimiento, lo cual requiere detenerse en el contenido del contrato de cajas de seguridad y en el tratamiento de su naturaleza jurídica. Detectado lo que del contenido del contrato interesa a tal efecto, se procede a relacionar dicha figura contractual con los dos tipos a los que se asemeja, sin subsumirlo en ninguno de ellos, tal y como lo defiende la doctrina mayoritaria y se refleja en la jurisprudencia. Con ello se precisa cuándo responde el Banco. A continuación, la determinación del importe de la indemnización conlleva la prueba del daño sufrido en caso de pérdida del objeto guardado en la caja, salvo que se incluya en el contrato una cláusula limitativa de responsabilidad. En este caso, hay que detenerse en el estudio de la validez de estas cláusulas. Ninguna de las dos preguntas que procede contestar, esto es, cuándo responde el Banco y de qué daños responde, es sencilla. No obstante, la aplicación de la normativa de los contratos análogos y el esclarecimiento de la validez de la limitación de responsabilidad permiten sortear estos obstáculos. A no ser que la pérdida del objeto guardado en la caja, en nuestro caso la sustracción del dinero, se impute a un empleado del Banco, ya que en ese supuesto es evidente que el Banco responde de los daños causados por conductas ilícitas de sus empleados. O que el enjuiciamiento sobre la validez de la cláusula limitativa de responsabilidad deje de ser relevante, ante el hecho de que el propio Banco que la ha incluido en el contrato no exija el cumplimiento de los requisitos impuestos expresamente para su aplicación. En dichas situaciones particulares —hechos probados de la sentencia— queda desarmada cualquier defensa del Banco.

(5) Teniendo en cuenta que uno de los requisitos para que el Banco asuma el pago del exceso del daño sobre la suma asegurada es que el cliente acepte a su cargo los costes de contratación de un seguro a todo riesgo, cabría decir que dicha contratación puede suponer una exención de responsabilidad a favor del Banco. *Vid*. VARA DE PAZ, N., «Las cajas de seguridad», *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. III, Madrid, 1999, p. 1409.

II. OBLIGACIÓN DEL BANCO RELATIVA A LA CUSTODIA Y LA ATIPICIDAD DEL CONTRATO

La obligación de custodia del Banco deriva de la causa de este contrato, esto es, de la finalidad buscada por el cliente al alquilar una caja de seguridad, que no es otra que la guarda de objetos por medio de la vigilancia de la caja donde se introducen. Como la responsabilidad por robo se atribuye al Banco en caso de incumplimiento de dicha obligación, en este trabajo únicamente se toma en consideración esta específica obligación(6), como reflejo de la función económico-social de este contrato y al mismo tiempo de su carácter atípico, ya que la obtención de custodia se consigue por medio del uso, por el cliente, de un espacio especialmente seguro que le proporciona la entidad bancaria. Se trata de una custodia indirecta(7), ya que conservando y defendiendo la caja contra todo acto que pueda dañarla se custodia el contenido de la misma. Así, el Banco se obliga a proporcionar una actividad de vigilancia inmediata de una caja cuyo uso se cede, no de los objetos que pueden hallarse en la misma, y el carácter esencial de dicha obligación determina el alejamiento de este contrato de los tipos contractuales del arrendamiento y del depósito, cuyos elementos no pueden trasladarse mecánica y directamente al contrato de cajas de seguridad. Nuestra doctrina mayoritaria(8) y jurisprudencia reciente(9) sostiene la atipicidad de este contrato, en atención a su causa única en la que se comprenden tanto la concesión del uso de una cosa (una caja de seguridad) como la búsqueda de custodia de objetos por medio de la vigilancia de la caja donde se depositan.

El contrato de cajas de seguridad es un contrato atípico integrado por elementos heterogéneos(10), por lo que son admisibles las referencias tanto al arrendamiento como al

---

(6) Para un estudio de las obligaciones que corresponden al cliente y del resto de las obligaciones atribuidas al Banco, véanse, entre otros, QUICIOS MOLINA, S., «Contrato de cajas de seguridad», *Tratado de Contratos* (Dir. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), tomo III, Tirant lo Blanch, Valencia, 2009, pp. 2995-2997; ÁLVAREZ RUBIO, J., «El contrato de cajas de seguridad», *Contratación Bancaria*, tomo I, Tirant lo Blanch, Valencia, 2001, pp. 271 y ss.; MARTÍNEZ ROSADO, J., «El servicio de alquiler de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 1399-1406.

(7) *Vid*. GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, Madrid, 1958, p. 457; VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, vol. II, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p. 1502, al indicar que el Banco, en rigor, no asume la seguridad de los objetos eventualmente depositados.

(8) QUICIOS MOLINA, S., «Contrato de cajas de seguridad», *op. cit*., pp. 2983-2988, se refiere a un contrato atípico mixto; también, VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, *op. cit.*, p. 1501, al indicar que «por su finalidad o causa es un contrato mixto o complejo, con naturaleza propia de los contratos típicos o cuyas prestaciones incorpora: arrendamiento de cosa, de servicios y de depósito. En esencia, es un contrato de guarda o prestación de seguridad»; VARA DE PAZ, N., «Responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad», *RDBB*, núm. 116, 2009, pp. 261-262, lo considera atípico con causa mixta; ÁLVAREZ RUBIO, J., «El contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 271 y ss., para ahondar en el análisis del presente contrato resulta de interés la exposición que hace el autor de las principales teorías vertidas sobre la naturaleza jurídica del contrato que nos ocupa, esto es, sobre la procedencia o improcedencia de reconducirlo a los contratos típicos de arrendamiento o depósito.

(9) La STS de 4 de noviembre de 2008 contiene, por primera vez, la consideración del contrato de cajas de seguridad como contrato atípico, con una causa mixta, si bien para el Tribunal Supremo la situación más análoga a la caracterizada por este contrato es la determinada por la existencia de un depósito cerrado y sellado (art. 1769 CC). Sobre este pronunciamiento del Tribunal Supremo, véanse VIOLA DEMESTRE, I., «Naturaleza jurídica del contrato de caja de seguridad: contrato atípico surgido de la conjunción de prestaciones del arriendo de cosas y del depósito (…)», *op. cit.*, p. 881; VARA DE PAZ, N., «Responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad», *op. cit.*, pp. 259-262; DÍAZ MORENO, A., «Servicio de cajas de seguridad», en Jurisprudencia Tribunal Supremo, *Derecho de los Negocios*, núm. 222, marzo de 2009.

(10) *Vid*. GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, *op. cit.*, p. 453.

depósito, pero sin olvidar la causa o finalidad buscada al celebrar este contrato, esto es, la guarda de los objetos que pueden estar dentro de la caja de seguridad que se satisface, de manera indirecta, a través de la guarda de la propia caja. El cliente persigue la custodia de objetos de valor para él, pero no la custodia directa que le proporcionaría el contrato típico de depósito una vez entregados al depositario, sino una custodia indirecta a través de la vigilancia principal de una caja cuyo uso también se busca. En conclusión, la causa del contrato que nos ocupa es el intercambio de dinero por la cesión del uso de una caja de seguridad, pero para obtener la custodia de los objetos introducidos en ella, por lo que hay que hablar de causa unitaria, aunque compleja(11). El objeto directo del deber de custodia del Banco no es una cosa ajena, sino sus propios bienes mediante la vigilancia de las cajas de seguridad y de los locales en que se encuentran.

La obligación de custodia se desdobla en dos deberes. Por un lado, el Banco tiene el deber de conservar la idoneidad de la caja y del local en el que se halla, para servir a la exigencia de seguridad que se persigue mediante el contrato: garantizar la seguridad del local donde se encuentra ubicada la caja, así como la de la propia caja supone, objetivamente, la utilización de técnicas de construcción y de materiales adecuados y resistentes frente a riesgos tales como la fractura de la caja o la penetración de agua o de cualquier otro líquido. Ciertamente, esta valoración sobre la idoneidad de la caja y de la estructura donde está colocada aquélla variará si se realiza aplicando criterios subjetivos, en claro beneficio para las entidades bancarias(12).

Por otro, el Banco tiene el deber de custodiar el local en el que se halle la caja, así como la caja misma, impidiendo el acceso a la caja de toda persona no autorizada por el titular(13), vigilando la estancia donde están ubicadas las cajas de seguridad y verificando la integridad del cierre de la caja. El Banco no solo se obliga a proporcionar a su cliente una caja cerrada especialmente segura por sus características y por la estructura donde está colocada la misma —obligación calificada como de custodia pasiva o estática—, sino que también debe llevar a cabo una actividad de vigilancia —obligación calificada como de custodia activa o dinámica(14)—. La valoración del cumplimiento de este perfil de la obligación de custodia del Banco, consistente en reforzar la seguridad de los locales y cajas de seguridad mediante la vigilancia debida variará, al igual que en el perfil anterior, en función de los criterios objetivos o subjetivos que se empleen. No obstante, las disposiciones legales vigentes facilitan la labor de enjuiciamiento del cumplimiento de este concreto contenido, ya que objetivan dicho cumplimiento, determinando con certeza cuáles son las

(11) *Ibidem*., pp. 448-450.

(12) QUICIOS MOLINA, S., «Contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 2995-2996, quien al valorar la extensión de este deber de custodia estática pone en entredicho la aplicación de parámetros subjetivos, tales como la opinión de que el deber del Banco se evaluará con menor rigor si, en el momento de la celebración del contrato, el cliente conoce y acepta las condiciones de la caja y del local. Considera abusivas, y por ende nulas, cláusulas contractuales en las que se diga que «El arrendatario declara conocer y aceptar, tanto las características de la caja objeto del presente arrendamiento, como las medidas de seguridad existentes en la sucursal, y manifiesta su total y entera conformidad a las mismas». A favor de su validez, VARA DE PAZ, N., «Las cajas de seguridad», *Contratos bancarios* (Dir. Rafael García Villaverde), Civitas, Madrid, 1992, p. 695.

(13) Vid. SAP de Valencia de 30 de septiembre de 2009 (AC 2010\651), Fundamento de Derecho Segundo.

(14) ÁLVAREZ RUBIO, J., «El contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 271 y ss.

medidas de seguridad reglamentarias que deben respetar las entidades bancarias en sus cámaras acorazadas y cajas de alquiler[15].

III. AFIRMACIÓN DE RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL DEL BANCO POR ROBO DEL CONTENIDO DE UNA CAJA DE SEGURIDAD

1. El Banco se obliga a dedicar una cuidadosa vigilancia del servicio de cajas de seguridad

En el epígrafe anterior se ha examinado la obligación de custodia del Banco, derivada como se ha dicho de la finalidad que se persigue con la celebración del contrato de cajas de seguridad. Pues bien, uno de los aspectos en los que la determinación del contenido de aquella obligación se manifiesta con claridad es el de la responsabilidad del Banco. En efecto, si se afirma, sencillamente, que el Banco se obliga exclusivamente a facilitar al cliente el uso de la caja de seguridad y a mantener el sistema de seguridad establecido al celebrarse el contrato, cabe sostener que ninguna responsabilidad puede exigírsele por el robo del contenido de la caja, aunque el Banco haya ejecutado negligentemente su actividad de vigilancia (o tenue deber de cuidado que corresponde al arrendador en el contrato de arrendamiento)[16]. Empero, si se afirma que el Banco se obliga a custodiar la integridad externa de la caja y los accesos a la misma, cabe entender que se compromete a mantener, en todo momento, el *statu quo* de la caja de seguridad y, por ende, de su contenido (se trataría de una custodia indirecta, ya que el Banco desconoce los objetos depositados, pues no tiene ningún contacto directo con los mismos). Desde esta premisa, en virtud de la cual al Banco le incumbe una auténtica obligación de custodia, cuando hay incumplimiento, cabe hablar de responsabilidad de la entidad bancaria en caso de menoscabo de la caja de seguridad.

En efecto, el artículo 1101 del Código Civil, determinante en el ámbito de la responsabilidad contractual, presupone la existencia de una obligación, que al ser incumplida genera responsabilidad. Con respecto al Banco, y en atención a la causa del contrato de cajas de seguridad, no se discute la obligación que pesa sobre esta parte contractual por lo que respecta a la custodia de los objetos introducidos en la caja de seguridad. Se trata de una vigilancia debida del continente y con ello del contenido. Así pues, por los daños sufridos a los objetos introducidos en la caja responderá el Banco, salvo que demuestre que no ha habido incumplimiento.

---

(15) Real Decreto 2364/1994, de 9 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de Seguridad Privada, art. 121 (redactado según Real Decreto 1123/2001, de 19 de octubre, por el que se modifica parcialmente el Reglamento de Seguridad Privada). Sobre las mismas, *vid.* HUERTA VIESCA, M.ª I., *La responsabilidad bancaria en el contrato de caja de seguridad*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2003, pp. 178-179.

(16) La actividad de vigilancia que tiene el Banco se trata de minimizar reconduciéndola a la obligación del arrendador de mantener al arrendatario en el goce pacífico de la cosa arrendada, por lo que el arrendador no responde de las perturbaciones causadas por un tercero. Referencias a autores que le asignan a la obligación del Banco naturaleza arrendaticia las encontramos en VARA DE PAZ, N., «Responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad», *op. cit.*, p. 260.

2. Responsabilidad del Banco por incumplimiento de la obligación de custodia

La determinación de la responsabilidad del Banco, surgida en virtud de la obligación de custodia, encuentra su respuesta normativa tanto en el artículo 1101 del Código Civil como en el párrafo segundo del artículo 307 del Código de Comercio —aquél que regula la responsabilidad del depositario en el depósito cerrado o sellado—. Se recurre al artículo 1101 del Código Civil porque es aplicable a toda obligación, de tal manera que el Banco, como cualquier deudor, solo quedará liberado de responsabilidad si es él quien prueba que el robo no es consecuencia de su culpa. Si no existe culpa, no hay incumplimiento(17). A la misma conclusión se llega si se aplican por analogía las normas del depósito cerrado, en particular el artículo 307, párrafo segundo, del Código de Comercio(18), por lo que el Banco responde de los daños que se sufran, salvo que pruebe caso fortuito o fuerza mayor en la provocación del daño. En conclusión, mientras el cliente únicamente ha de probar que ha habido un daño, a renglón seguido el Banco, para quedar exonerado de tal responsabilidad, se ve obligado a demostrar que, en la producción del daño, ha mediado un hecho externo, imprevisto o inevitable. En el caso del robo, teniendo en cuenta la finalidad del cliente de evitar a toda costa que los objetos incluidos en la caja sufran este tipo de ataques, no cabría considerarlo *a priori* como caso fortuito, por lo que el Banco tendría que probar que efectivamente se trata de un acontecimiento inevitable, contra cuyos efectos perjudiciales no ha podido hacer nada. Dicho en otras palabras, el robo únicamente será constitutivo de un caso fortuito si el Banco consigue probar que ha actuado con la debida diligencia en la custodia de las cajas de seguridad. En resumidas cuentas, la no actuación diligente del Banco durante la prestación del servicio supone que el robo no pueda apreciarse como caso fortuito y, por ende, como causa de exoneración de responsabilidad de la entidad bancaria(19).

En el litigio objeto de estudio de este trabajo, el Juzgado de Primera Instancia, así como la Audiencia Provincial, estiman la demanda bajo la consideración de que la acreditada sustracción del dinero depositado en la caja de seguridad se achaca a la entidad bancaria por una negligencia en las medidas de seguridad(20), de ahí que fuera exigible la correspondiente responsabilidad.

---

(17) *Vid.* STS de 26 de febrero de 1993 (RJ 1993\1516): «El Banco no se compromete a prestar una determinada diligencia, sino a facilitar al cliente un resultado que consiste en la conservación del *statu quo* de la caja, (…) y para liberarse de la consiguiente responsabilidad en caso de robo había de demostrar el perfecto funcionamiento del servicio de vigilancia y de los mecanismos o sistemas de seguridad, lo que aquí no ha ocurrido».

(18) Al segundo párrafo del artículo 307 del Código de Comercio acude la mayoría de la doctrina, justificándolo en la existencia de la identidad de razón exigida, y trasladando al Banco el régimen de responsabilidad agravada del depositario. Véase, por todos, DÍEZ SOTO, C. M., *El depósito profesional*, Bosch, Barcelona, 1995, pp. 127-129.

(19) VARA DE PAZ, N., «Responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad», *op. cit.*, pp. 268-269, quien cita la doctrina mayoritaria que se muestra a favor de la identificación entre caso fortuito y ausencia de culpa para librarse de esa responsabilidad el Banco. Y, en particular, la p. 269, donde destaca que la solución a la responsabilidad bancaria por daños en las cajas de seguridad se puede encontrar exclusivamente en la normativa general sobre obligaciones y contratos, esto es, en la ausencia de culpa, sin necesidad de acudir a las normas del depósito cerrado. Estemos a unas normas u otras, ante el cliente que exige responsabilidad por haberse forzado la caja de seguridad es el Banco quien deberá demostrar su no culpa, esto es, el caso fortuito o la fuerza mayor.

(20) MARTÍNEZ ROSADO, J., «El servicio de alquiler de cajas de seguridad», *op. cit.*, p. 1416, hace referencia a conductas o comportamientos, extraídos de la jurisprudencia menor, constitutivos de una defectuosa aplicación de las medidas de seguridad exigidas reglamentariamente, por insuficiencia de las mismas o por fallos humanos. Por ejemplo, que las alarmas no se encuentren conectadas en el momento del robo, o que aun saltando dichas alarmas no

IV. AFIRMACIÓN DE RESPONSABILIDAD EXTRACONTRACTUAL DEL BANCO POR ROBO DEL CONTENIDO DE UNA CAJA DE SEGURIDAD

Aunque la regla general en materia de responsabilidad civil, establecida en el artículo 1902 del Código Civil, es la de que responde el causante del daño, lo cierto es que en el artículo siguiente el Código establece la responsabilidad no sólo por los actos u omisiones propios, sino también por los de aquellas personas de quienes se debe responder. Así, el artículo 1903 establece el deber de responder por hechos ajenos, ya que la persona que origina el daño y quien ha de responder frente al perjudicado no son coincidentes. En virtud de dicha responsabilidad ciertos sujetos responden civilmente por el hecho dañoso cometido por personas con las cuales están unidos por determinados vínculos de dependencia. Entre los responsables por hecho ajeno mencionados en el citado artículo 1903 del Código Civil se hace hincapié en los empresarios respecto de los perjuicios causados por sus dependientes en el desempeño de las funciones o gestiones encomendadas dentro del ámbito empresarial correspondiente. La razón del análisis de este precepto se encuentra en la respuesta contundente que da el Tribunal Supremo, en la sentencia objeto de comentario, a la hora de determinar la exigencia de responsabilidad del Banco, ya que, a partir de los hechos probados, parece irrelevante el incumplimiento del deber de custodia de la caja de seguridad, y adquiere importancia el hecho de que la sustracción del dinero se impute a un dependiente de la entidad bancaria.

El artículo 1903 establece un régimen de responsabilidad subjetiva o por culpa —no se trata, por tanto, de una verdadera responsabilidad vicaria—. Esta culpa se suele denominar culpa *in eligendo* o *in vigilando*, haciendo referencia a que consiste en un incumplimiento de los deberes de diligencia relativos a la elección o vigilancia del dependiente[21]. Por lo tanto, al igual que ocurre con el deber de custodia, el Banco demandado puede acreditar un comportamiento diligente en dicha elección o vigilancia para quedar exonerado de responsabilidad. El último párrafo del artículo así lo establece: «La responsabilidad de que trata este artículo cesará cuando las personas en él mencionadas prueben que emplearon toda la diligencia de un buen padre de familia para prevenir el daño»; en nuestro caso, el Banco tiene que demostrar que eligió correctamente al empleado, y que el control dirigido al mismo lo ejercitó con normalidad[22]. Sin embargo, tal y como lo constata la doctrina[23],

---

se adopten medidas para cerciorarse de la no presencia de intrusos; que el Banco carezca de cámara de filmación en funcionamiento o vigilante jurado.

(21) *Vid.* SAP de Barcelona de 20 de marzo de 2003 (JUR 2003\203136): «La recurrente debe responder al haber actuado negligentemente al no extremar el cuidado en la elección del personal que contrataba para llevar a cabo las funciones de vigilancia y que se ha revelado claramente inadecuado» (Fundamento de Derecho Cuarto). *Vid.* SAP de Castellón de 18 de junio de 2007 (JUR 2007\258592), al concluir que no concurre la responsabilidad civil extracontractual fundada en el art. 1903 del Código Civil, ya que no se dan los presupuestos necesarios para hacer responsable al hotel de la sustracción. Asimismo, *vid.*, por todas, la STS de 10 de octubre de 2007 (RJ 2007\6813).

(22) BARCELÓ DOMÉNECH, J., *Responsabilidad extracontractual del empresario por actividades de sus dependientes*, McGraw-Hill, Madrid, 1995, p. 180.

(23) Véanse, entre otros muchos, DE ÁNGEL, R., *Comentario del Código Civil*, tomo II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 2013; BARCELÓ DOMÉNECH, J., *Responsabilidad extracontractual del empresario por actividades de sus dependientes*, *op. cit.*, pp. 182 y ss.; YZQUIERDO TOLSADA, M., *Responsabilidad civil. Contractual y extracontractual*, Reus, Madrid, 1993, pp. 63 y ss.; CABANILLAS SÁNCHEZ, A., «La responsabilidad extracontractual del empresario por los daños causados por sus dependientes (Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo de 29 de marzo de 1996)», *Anuario de Derecho Civil*, vol. 50, núm. 2, 1997, pp. 903-918.

el juego exonerador del último párrafo del artículo 1903 representa un papel marginal en la consideración jurisprudencial de los supuestos litigiosos, dado que la responsabilidad del empresario resulta concebida en términos objetivos, como responsabilidad que responde más al criterio del riesgo que a la culpa *in eligendo* o *in vigilando*, teniendo en cuenta que el refuerzo de la diligencia exigida contribuye a que la prueba liberatoria concedida al empresario apenas pueda operar en la práctica. Cabe decir que existe una responsabilidad directa del empresario, en este caso de la entidad bancaria, referida no solo a la acción que tiene el cliente perjudicado con respecto al empresario, sino porque tal y como se configura por la jurisprudencia la responsabilidad, parece que el empresario deba responder siempre precisamente por su condición de tal[24].

V. DETERMINACIÓN DEL *QUANTUM* INDEMNIZATORIO

1. La prueba de los daños

La responsabilidad del Banco, en caso de incumplimiento de su obligación de custodia (cuando el robo se debe a una negligencia en las medidas de seguridad) o por no haber empleado toda la diligencia debida para prevenir el daño cuando es un dependiente suyo quien perpetra el robo, se extiende a todos los daños y perjuicios que se le hayan causado al cliente titular de la caja de seguridad, conforme a las reglas generales sobre responsabilidad contractual o extracontractual (artículos 1101 y 1903 del Código Civil). La indemnización de daños y perjuicios comprende tanto el valor de la pérdida sufrida como el valor de la ganancia que haya dejado de obtenerse (artículo 1106 del Código Civil). Uno de los problemas característicos que plantea el contrato de cajas de seguridad es la determinación del responsable en orden a probar cuál era el contenido de la caja de seguridad en el caso de que acontezca algún suceso dañoso y cuál es su valor. Teniendo en cuenta que es el cliente quien introduce los objetos en la caja de seguridad, desconociendo el Banco el contenido de la misma e incluso si en ella hay algo, pues el cliente no comunica ni entrega al Banco los objetos que quiere guardar, la prueba de la preexistencia y de su valor incumbe al cliente. En consecuencia, la falta de dicha prueba por parte del cliente exime al Banco de responsabilidad.

Sin embargo, este camino marcado predominantemente por la doctrina y la jurisprudencia[25] no se sigue por el Tribunal Supremo, aunque se alcance el mismo resultado. El Tribunal Supremo[26], apartándose de la posición que entiende que no puede aplicarse por analogía al contrato de cajas de seguridad el artículo 1769, párrafo tercero, del Código Ci-

(24) BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., «Comentario al artículo 1903 del Código Civil», en *Comentarios al Código Civil*, Aranzadi, Cizur Menor, 2009 (<http://www.westlaw.es>; documento electrónico sin paginación).

(25) *Vid.*, por todos, GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, *op. cit.*, p. 462. *Vid.*, por todas, la SAP de Madrid de 17 de marzo de 2003 (JUR 2004\158719): «Si bien es cierto que la dinámica del contrato de alquiler de cajas de seguridad, de por sí, ofrece grandes dificultades para tal probanza en tanto en cuanto el titular de la caja no tiene que declarar qué objetos introduce en la misma, pudiendo extraer e introducir en aquella objetos en cualquier momento habilitado para ello, también lo es que la carga de tal probanza incumbe a la parte actora», según la cual la falta de prueba por parte del cliente exime de responsabilidad al Banco.

(26) STS de 4 de noviembre de 2008 (RJ 2008\5890).

vil y, que por ello, no puede prescindirse de la prueba recurriendo a la simple declaración del titular de la caja de seguridad, considera que hay que estar a esta declaración tal y como lo dispone el citado precepto. No obstante, a pesar de la postura contraria adoptada, se llega a la misma conclusión, por cuanto la declaración del cliente admite prueba en contrario. Por consiguiente, al cliente le basta con declarar cuál era el contenido de la caja de seguridad y su valor, pero es una presunción de veracidad que se puede destruir mediante las alegaciones en contrario presentadas por el Banco[27]. En definitiva, el Tribunal Supremo parece querer señalar que no es suficiente la simple declaración del cliente si no va acompañada de algún indicio sólido (por ejemplo, de propiedad sobre los objetos que se han perdido). Así pues, con la aplicación por analogía de la normativa del contrato de depósito cerrado no se consigue un resultado más justo que con la solución opuesta de aplicar la normativa general en materia de prueba, ya que si bien la declaración es un indicio válido de veracidad, al mismo deben unirse otros para obtener la prueba pertinente.

2. Cláusulas limitativas de responsabilidad

Como ha quedado constatado, la garantía de intimidad en el manejo del contenido de la caja de seguridad propicia dudas en relación con la cuantificación del daño causado. En este ámbito irrumpe la abundante normativa impuesta por el Banco con el objetivo de solucionar, vía condiciones generales, la problemática apuntada. Es la apuesta por la admisión de determinadas cláusulas en los contratos que limitan la responsabilidad de la entidad bancaria a una suma determinada o restringen el valor de los posibles objetos a introducir en la caja de seguridad, como por ejemplo la que extraemos de la sentencia objeto de este trabajo, conforme a la cual se estableció, por una parte, una limitación de doce mil euros de los bienes y valores a depositar, y, por otra, la ampliación de responsabilidad por el depósito constituido, pero con una condición que podía suponer una exención de responsabilidad del Banco, ya que el Banco se compromete a pagar el exceso de los daños sobre el valor convencionalmente fijado pero es el cliente quien asume los costes de contratación de un seguro a todo riesgo. Si bien la atención se centra en la parte de la cláusula en la que se establece la obligación del cliente de no introducir en la caja objetos que superen el valor fijado de manera convencional, cuya validez se analiza, la contratación de un seguro a cargo del cliente como condición para ampliar el límite marcado, en la medida en que puede constituir una no responsabilidad más allá de lo fijado, no presenta dudas en cuanto a su desautorización[28].

Las cláusulas limitativas de responsabilidad, en sentido estricto, son aquellas que no inciden en la afirmación de la responsabilidad del deudor, sino en la determinación de su *quantum*, puesto que se limita respecto de lo que procedería de aplicar la normativa general de obligaciones y contratos. En este sentido, estas cláusulas resultan problemáticas, en

---

(27) STS de 4 de noviembre de 2008 (RJ 2008\5890): «No se trata más que de una norma probatoria favorable al depositante como presunción *iuris tantum*. La prueba contraria a la declaración del depositante no consistirá en la inmensa mayoría de casos más que en la aportación de indicios sobre los que fundamentar la presunción de que no es verdadera la declaración» (Fundamento de Derecho Segundo).

(28) VARA DE PAZ, N., «Responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad», *op. cit.*, p. 281.

particular cuando se presentan las siguientes particularidades: el cliente del Banco en el contrato de cajas de seguridad es un consumidor y el contrato es un contrato de adhesión, en el que nos encontramos con condiciones generales en su clausulado. Ambas peculiaridades se presentan en el caso litigioso objeto de comentario en este trabajo.

En efecto, el titular de la caja de seguridad es un consumidor o usuario[29], ya que, tal y como establece el Tribunal Supremo respecto a si el demandante cae o no dentro del concepto de consumidor, «resulta de una primera apreciación de evidente carácter fáctico que tiene como fundamento la condición de persona que deposita en una entidad bancaria los rendimientos derivados de su trabajo, sin que los mismos queden incorporados a una actividad empresarial o proceso de producción»[30]. Y el contrato de cajas de seguridad es un contrato de adhesión, en el que una de las partes presenta a la otra una serie de condiciones sobre las que ésta no tiene oportunidad de negociar, debiendo asumir el contenido predispuesto si se quiere disfrutar del servicio de cajas de seguridad. La presencia de estas cláusulas predispuestas[31] puede suponer la existencia de abusos por parte del predisponente, por lo que, a los efectos de proteger a la parte consumidora, el contrato de cajas de seguridad queda sometido, además de a la normativa general sobre obligaciones y contratos, y, por analogía, a la normativa del contrato de depósito cerrado, a la normativa protectora de los consumidores. En esta línea, el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (en adelante, TRLGDCU) hace especial hincapié en las denominadas cláusulas abusivas. Tras una definición general (art. 82.1), son detalladas casuísticamente (arts. 85 a 90) y, finalmente, se establece la nulidad de pleno derecho de dichas cláusulas (art. 83).

De acuerdo con la enumeración exhaustiva del TRLGDCU, se trata de señalar si determinadas cláusulas que habitualmente se incluyen en el contrato de cajas de seguridad —teniendo como referencia la cláusula incluida en el contrato litigioso objeto de este trabajo— son nulas o, por el contrario, son válidas. Entre las cláusulas frecuentes en este tipo de contrato se encuentran las que suponen la fijación por parte de la entidad bancaria de una cantidad máxima por la que responder y las que limitan el valor de los objetos a

---

(29) El artículo 3 del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras Leyes Complementarias, establece que: «A efectos de esta norma (…) son consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional».

(30) De acuerdo con la respuesta del Tribunal Supremo y con lo dispuesto en el citado artículo 3 del Real Decreto Legislativo 1/2007, cabe afirmar que el cliente que adquiere derecho a uso de una caja de seguridad debe considerarse consumidor como destinatario final que es del servicio. Desde el momento en que el dinero, en este caso, se introduce en una caja de seguridad, el mismo ya no queda incorporado a una actividad empresarial o proceso de producción, por lo que el cliente depositante está actuando siempre en un ámbito ajeno al ejercicio de la empresa o la profesión. A favor de que el cliente es siempre consumidor, véase, por todos, QUICIOS MOLINA, S., «Contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, p. 2989. A favor de que el cliente puede ser consumidor o no, veáse, por todos, ÁLVAREZ RUBIO, J., *El contrato bancario de cajas de seguridad, op. cit.*, pp. 524-526, según se utilice la caja para fines privados o domésticos o, por el contrario, se use con la intención de aprovecharla en una actividad de carácter empresarial o profesional. No obstante, entiende este autor que, en principio, se ha de presumir la condición de consumidor del cliente, salvo que el Banco destruya esa presunción probando la integración empresarial de la caja.

(31) Artículo 1.1 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación, al considerar como tales las cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato sea impuesta por una de las partes (…), habiendo sido redactadas con la finalidad de ser incorporadas a una pluralidad de contratos.

introducir en la caja de seguridad. La validez de las primeras es muy dudosa debido a la amplitud con que está redactado el artículo 86.2 del TRLGDCU, que considera nula «la limitación de la responsabilidad del empresario en el cumplimiento del contrato, por los daños causados al consumidor por una acción u omisión de aquél»(32). La validez de las segundas es más discutida, ya que se trata de determinar si esta imposición constituye una limitación de responsabilidad o una delimitación del objeto del contrato, en cuyo caso se referiría a los elementos esenciales y el control de su contenido sería más dudoso. En el caso litigioso objeto aquí de comentario, la entidad bancaria recurre en casación la interpretación y calificación de la cláusula tercera del contrato en cuestión, al tratarla como una cláusula excluyente y limitativa de los derechos del actor, y limitativa de la responsabilidad del Banco, cuando, en su opinión, ha de ser calificada como delimitadora del objeto y del riesgo. La opinión de la doctrina no es pacifica. Se estima por un sector doctrinal la aceptación de este mecanismo, aunque vinculándola con la delimitación del uso de la caja cedida y la variación del canon en función del mismo(33), o con el hecho de que el cliente conozca la cláusula, debiendo abstenerse de contradecirla(34). Sin embargo, cabe decir que la doctrina mayoritaria sostiene que la cláusula en virtud de la cual se restringe el valor de los posibles objetos a introducir en la caja de seguridad es nula, por diversas razones: porque el objeto del contrato no son los objetos que pueden introducirse en la caja, sino la caja misma y el precio del servicio entregado por el cliente(35), porque con la delimitación establecida el contrato pierde su identidad conceptual y su función económica(36), o porque lo perseguido con esta cláusula no es prohibir al cliente que introduzca en la caja de seguridad objetos por valor superior al fijado en el contrato, ya que se le permite hacerlo(37), pero, eso sí, bajo su exclusiva responsabilidad, con lo que, en definitiva, lo que se persigue es limitar la responsabilidad del Banco, siendo una mera excusa la limitación del objeto del contrato.

---

(32) ÁLVAREZ RUBIO, J., «El contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 271 y ss.; HUERTA VIESCA, M.ª I., *La responsabilidad bancaria en el contrato de caja de seguridad, op. cit.*, pp. 299 y ss.; MARTÍNEZ ROSADO, J., «El servicio de alquiler de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 1421-1422, quien, tras poner de manifiesto la postura jurisprudencial a favor de la nulidad de las cláusulas de limitación de responsabilidad, considera que «una valoración de todas las circunstancias no debe conducir *per se* a la nulidad de todas las cláusulas de limitación de responsabilidad. No ofrece dudas que tal calificación merecerán aquéllas que limiten la responsabilidad del Banco a una cantidad irrisoria, como de hecho sucede en la mayoría de los casos, pues efectivamente, además de ir en contra de la finalidad misma del contrato, crean un perjuicio al consumidor en tanto consagran un desequilibrio entre sus derechos y deberes».

(33) QUICIOS MOLINA, S., «Contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, p. 3004.

(34) AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., «El contrato bancario de servicio de cajas de seguridad», *Revista Jurídica de Catalunya*, núm. 2, 1990, p. 354.

(35) ÁLVAREZ RUBIO, J., «El contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 271 y ss., al señalar que: «Una de las primeras objeciones que se esgrimen ante lo anterior es la que cuestiona que los bienes que se introduzcan en el habitáculo constituyan el objeto del contrato, señalando que el objeto es el continente y no el contenido, que lo que se cede es la caja o, en el mejor de los casos su interior vacío, custodiándolo de manera indirecta».

(36) ÁLVAREZ RUBIO, J., «El contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 271 y ss., al estimar que la parte positiva de esta técnica —solucionar en parte el complicado problema de la prueba del daño por parte del cliente— no compensa el riesgo que generaría en torno a la identidad conceptual del contrato de cajas de seguridad, cuya función económica quedaría seriamente en entredicho; DÍEZ SOTO, C. M., *El depósito profesional*, *op. cit.*, pp. 133-135.

(37) QUICIOS MOLINA, S., «Contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, p. 3004, quien se refiere a la imposibilidad de verificar que los objetos que se metan en la caja no superen un valor determinado y a la falta de interés del Banco, que no se reserva el derecho a verificar su cumplimiento; asimismo, ÁLVAREZ RUBIO, J., «El contrato de cajas de seguridad», *op. cit.*, pp. 271 y ss.

En el supuesto objeto de litigio se presenta esta situación especial en relación a la cláusula del contrato a través de la cual el cliente se obliga a no meter en la caja de seguridad objetos que superen los doce mil euros. La respuesta de la sentencia de primera instancia, así como de la sentencia recurrida, es acorde con la calificación dada por la doctrina mayoritaria y la jurisprudencia, considerando aquella cláusula como cláusula limitativa de responsabilidad, abusiva y, en consecuencia, nula de pleno derecho. Naturaleza que no pierde, a pesar del contenido de la parte final de la cláusula, en virtud de la cual el Banco asume el pago del exceso del límite estipulado si se cumplen determinados requisitos entre los que figura que el seguro a cargo del cliente cubra cualquier daño que pudieran sufrir dichos objetos. Resulta también muy dudosa la validez de esta parte de la cláusula, ya que puede suponer una exención de responsabilidad del Banco, debiéndose aplicar la misma solución que la prevista en materia de cláusulas que limitan la responsabilidad bancaria. Contra esta solución recurre la entidad bancaria y el Tribunal Supremo, además de manifestar inadecuada la fundamentación del recurso de casación, dado que se apoya en la infracción del artículo 1281 del Código Civil cuando lo que se cuestiona nada tiene que ver con la regla de la interpretación[38], desestima el recurso pero sin abordar la cuestión conflictiva, esto es, si la cláusula es una cláusula limitativa de los derechos del consumidor o una cláusula delimitadora del objeto del contrato. La clave está en los hechos probados en relación a la parte final de la cláusula, ya que el cliente declara al Banco el dinero depositado (una cantidad superior al límite fijado), el Banco lo consiente, pero por su parte no exige el cumplimiento de los requisitos impuestos para el depósito en dichas condiciones. En definitiva, si el Banco hubiera exigido su cumplimiento, el Tribunal Supremo hubiera tenido que resolver, en primer lugar, sobre el carácter abusivo o no de la cláusula y, en el caso de que hubiera desestimado la naturaleza abusiva, hubiera tenido que determinar si dicha cláusula estaba debidamente cumplimentada. Pero el Tribunal Supremo únicamente resuelve en función de los hechos probados, concluyendo que no se omiten las previsiones de la cláusula contenciosa, dado que el propio Banco consiente el ingreso de una cantidad superior en la caja de seguridad sin verificar los requisitos impuestos para ello.

(38) JORDANO BAREA, J. B., «De la interpretación de los contratos. Art. 1.281», *Comentario del Código Civil*, tomo II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, pp. 509-511.

ANÁLISIS DE JURISPRUDENCIA INGLESA RECIENTE EN MATERIA DE *SWAPS*

EDUARDO BARRACHINA GARCÍA

Abogado y Solicitor, White & Case LLP – Londres
LLM (King's College London)

RESUMEN

El artículo consiste en un análisis de jurisprudencia inglesa reciente en materia de swaps. En concreto se abordan asuntos de venta indebida de swaps, capacidad de las partes para suscribir estos contratos, problemas relativos a la jurisdicción, interpretación del contrato y en especial, cuestiones relativas a la Sección 2(a)(iii) del ISDA Master Agreement. En particular, la Sección 2(a)(iii) ha planteado problemas en torno la duración de sus efectos y su impacto en la compensación de saldos. El artículo supone una puesta al día sobre la actual posición de los Tribunales ingleses en material de swaps en el nuevo contexto resultante de la crisis financiera.

Palabras clave: *Swaps, jurisprudencia inglesa, capacidad, jurisdicción, Sección 2(a)(iii) e ISDA Master Agreement.*

ABSTRACT

This paper analyses recent English case law dealing with swaps. In particular, the paper covers mis-seling of swaps, issues in relation to the jurisdiction, contract interpretation and especially, issues related to Section 2(a)(iii) of the ISDA Master Agreement. Most notably, Section 2(a)(iii) has given rise to a number of problems about the duration of its effects and its impact on the netting of amounts. The article constitutes an update as to the current position of the English courts in relation to swaps in the context resulting from the financial crisis.

Key words: *Swaps, English case law, capacity, jurisdiction, Section 2(a)(iii) and ISDA Master Agreement.*

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.

2. VENTA INDEBIDA DE SWAPS (*MIS-SELLING*).

   1. ***Titan Steel Wheels v The Royal Bank of Scotland plc*** **[2010] EWHC 21 (Comm).**

3. CAPACIDAD Y AUTORIDAD PARA SUSCRIBIR CONTRATOS DE DERIVADOS.

   1. ***Haugesund Kommune and another v Depfa ACS Bank and Wikborg Rein & Co*** **[2010] EWCA civ 579.**

   2. ***Berliner Verkehrsbetriebe (BVG) Anstalt des Offentlichen Rechts v JP Morgan Chase N.A.*** **[2010] EWCA Civ 390.**

   3. ***Depfa Bank Plc and Dexia Crediop S.p.A v Provincia Di Pisa*** **[2010] EWHC 1148 (Comm).**

4. ***Standard Chartered Bank v Ceylon Petroleum Corporation*** **[2011] EWHC 1785 (Comm).**

4. LA SECCIÓN 2(A)(III) DEL *ISDA MASTER AGREEMENT.*

1. ***Marine Trade SA v Pioneer Freight Futures Co Ltd BVI and another*** **[2009] EWHC 2656 (Comm).**
2. ***Lomas and others v JFB Firth Rixson, Inc and others*** **[2010] EWHC 3372 (Ch).**
3. ***Lehman Brothers Special Financing Inc Carlton Communications Ltd*** **[2011] EWHC 718 (Ch).**
4. ***Pioneer Freight Futures Co Ltd (in liquidation) v TMT Asia Ltd*** **[2011] EWHC 1888 (Comm).**
5. Breves consideraciones en torno a la Sección 2(a)(iii).

5. CLÁUSULAS DE JURISDICCIÓN.

1. ***Morgan Stanley & Co International plc v China Haisheng Juice Holdings Co Ltd*** **[2009] EWHC 2409 (Comm).**
2. ***Lornamead Acquisitions Ltd v Kaupthing Bank HF*** **[2011] EWHC 2611 (Comm).**

6. INTERPRETACIÓN DEL CONTRATO.

1. ***BNP Paribas v Wockhardt EU Operations (Swiss) AG*** **[2009] EWHC 3116 (Comm).**
2. ***Abu Dhabi Comercial Bank Pjsc v Saad Trading, Contracting And Financial Services Company*** **[2010] EWHC 2054 (Comm).**

7. CONCLUSIONES.

1. INTRODUCCIÓN

Inevitablemente, el Derecho financiero internacional es reflejo de las normas jurídicas que emanan de los centros financieros más importantes del mundo, circunstancia ésta que explica la preponderancia del Derecho inglés y del de Nueva York en las operaciones internacionales. En concreto, uno de los rasgos más característicos del tráfico financiero internacional es el acudir frecuentemente al Derecho inglés para regular un buen número de operaciones de financiación[(1)]. Ello es así, no sólo por el demostrado pragmatismo de los tribunales ingleses y su jurisprudencia creadora de Derecho[(2)], sino también por ser Londres el centro financiero más importante del mundo[(3)]. En lo que al mercado de instru-

(1) Sirvan de ejemplo, las emisiones de deuda en los mercados internacionales o los préstamos sindicados en los que participan prestamistas extranjeros.

(2) Aunque el Parlamento británico sigue siendo la primera fuente de Derecho, la diferencia con los sistemas de corte romano reside en que la jurisprudencia puede ser también fuente de Derecho. *Cf.* art. 1.6 del Código civil español.

(3) El *Global Financial Centre Index 10*, en su edición de septiembre de 2011, continúa situando a Londres como el centro financiero más importante del mundo. Disponible en: <http://www.longfinance.net/Publications/GFCI%2010.pdf>.

mentos derivados se refiere, Londres permanece como centro mundial para la negociación de derivados extrabursátiles y con respecto a los *swaps* más negociados, las permutas financieras de tipos de interés (*interest rate swaps*), Londres constituye el 46% del mercado global[4].

En particular, nuestra atención se dirige a los contratos de cobertura (*hedging*) formalizados mediante los llamados *ISDA Master Agreement*, contratos marco diseñados por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (*International Swaps and Derivatives Association* o, en su acrónimo inglés, ISDA)[5]. El *ISDA Master Agreement* es probablemente el contrato marco más utilizado en el Derecho financiero internacional, ya sea en su versión de 1992 o de 2002 y mediante el cual se documentan la mayoría de permutas financieras o *swaps*. En la práctica mercantil, es habitual que muchas entidades españolas celebren contratos de cobertura para protegerse de las oscilaciones de un activo subyacente, como por ejemplo: el tipo de cambio de moneda, el precio de acciones, el precio de materias primas (petróleo, cobre, etc.) o los tipos de interés[6]. Si bien la función de cobertura es la más utilizada, también pueden utilizarse como medio de financiación o de especulación.

Los contratos que aquí nos conciernen son los llamados derivados extrabursátiles u *over the counter* (también conocidos por su acrónimo inglés OTC), es decir, aquellos que se negocian fuera de mercados organizados. Los derivados extrabursátiles vienen caracterizados por la ausencia de estandarización, ya que las partes pueden modificar el *ISDA Master Agreement* para adaptar el contrato a sus necesidades. De entre los distintos tipos de derivados OTC, nuestra mirada se dirige a las permutas financieras o *swaps.* Los derivados OTC contrastan con los derivados bursátiles, los cuales se negocian en mercados organizados y vienen definidos por la nota de la estandarización. Las opciones y futuros[7] son los derivados bursátiles más característicos[8].

Las permutas financieras o *swaps* son contratos bilaterales y sinalagmáticos en los que las dos partes del contrato acuerdan un intercambio de cantidades de dinero en el futuro. Estas cantidades se calculan sobre distintos activos subyacentes, lo que da lugar a diferentes tipos de *swap* según el activo de referencia. En inglés se entiende por *swap*, intercambio, lo que revela con sobrada elocuencia la naturaleza de estos contratos.

Pues bien, muchas empresas españolas cuando negocian con una contraparte que no es española[9] someten el *ISDA Master Agreement* al Derecho inglés, incluso cuando la contraparte no es inglesa. Las razones por las que dos entidades no inglesas acuden al Derecho

---

(4) *Derivaties2010*, The CityUK, diciembre 2010, p. 1. Disponible en <www.thecityuk.com/assets/Uploads/Derivatives-2010.pdf>.

(5) ISDA es una organización internacional que reúne a más de 800 miembros que trabajan con derivados extrabursátiles (los llamados derivados *over the counter*). ISDA ha desarrollado toda la documentación que en la práctica internacional se utiliza para negociar instrumentos derivados. Su misión principal es, pues, la estandarización de los distintos documentos necesarios para suscribir contratos de derivados extrabursátiles.

(6) Sobre las razones financieras de los contratos de cobertura, *vid.* BARRACHINA, Eduardo, *Derecho del Mercado de Valores*, Difusión Jurídica, Madrid, 2011, p. 147 y ss.

(7) Los futuros negociados fuera de mercados organizados reciben el nombre de *forwards*.

(8) En España este tipo de instrumentos se negocia en el Mercado Secundario de Opciones y Futuros (MEEF).

(9) Cuando las dos partes del contrato son españolas se utiliza el llamado Contrato Marco de Operaciones Financieras – 2009 (CMOF), basado en el *ISDA Master Agreement* y aprobado por la Asociación Española de Banca.

inglés son varias: (a) se trata de una jurisdicción neutral para ambas partes del contrato; (b) un buen número de los aspectos del *ISDA Master Agreement* ya han sido analizados e interpretados por los tribunales ingleses, por lo que existe un amplio corpus de jurisprudencia sobre esta materia, proveyendo así certidumbre a las partes; (c) en su concepción, organización y desarrollo el *ISDA Master Agreement* consiste en un contrato redactado por abogados anglosajones que incorpora cláusulas, tecnicismos y conceptos jurídicos propios del Derecho angloamericano; y (d) los tribunales ingleses cuentan con sólida experiencia en el análisis de cuestiones complejas relacionadas con instrumentos derivados(10).

En los últimos años, y especialmente a raíz de la actual crisis financiera, los Jueces y Tribunales, tanto de España como de Inglaterra, han tenido ocasión de aclarar ciertos aspectos relativos a los instrumentos derivados. No en vano, una de las escasas ventajas de la actual crisis financiera es el crecimiento del número de asuntos y sentencias en materia de contratos de derivados. Ello ha dado oportunidad a los Jueces y Tribunales para aclarar aspectos sobre los cuales se cernían algunas sombras. Así, pues, parece conveniente que teniendo en cuenta el buen número de permutas financieras sujetas al Derecho inglés que las empresas y entidades financieras españolas negocian, nos asomemos a la jurisprudencia inglesa más reciente sobre estos instrumentos. El propósito está lejos de ser meramente académico, pues la importancia de la jurisprudencia inglesa, con funciones que van más allá de la mera interpretación de una norma o un contrato, influye sobremanera en la práctica mercantil internacional.

El artículo tiene un fin claro: analizar las sentencias inglesas más sobresalientes y que puedan ser de mayor interés para las entidades españolas. No es pues un ejercicio de Derecho comparado ni mucho menos una introducción a los instrumentos derivados. Por último, para mantener la actualidad de este artículo la selección de sentencias se ha hecho deliberadamente con jurisprudencia de 2010 y 2011, aunque por su importancia se han incluido tres sentencias del último tercio de 2009.

2. VENTA INDEBIDA DE SWAPS (*MIS-SELLING*)

En España, son numerosas las sentencias que en los últimos años han fallado exigiendo un deber de cuidado a la hora de informar a los clientes sobre estos productos. Fluctuaciones contrarias o inesperadas en los mercados han revelado que un buen número de contrapartes apenas si comprendía el funcionamiento y consecuencias de estos instrumentos.

Cuando una de las contrapartes está perdiendo dinero en una transacción de estas características no es infrecuente que rehúse realizar los pagos debidos alegando que tal producto no era adecuado dado su perfil o escasos conocimientos técnicos. En Inglaterra, al igual que en España(11), el deber de cuidado depende de si el cliente es considerado minorista (*private person*) o profesional (*sophisticated investor*). Así, entidades que suscriban contratos de *swap* pueden alegar como defensa falta de conocimientos técnicos para de este modo poder beneficiarse de una mayor protección y en consecuencia aducir con ma-

(10) *Vid. The Economist*, 13-12 de enero de 2012, p. 18.

(11) Art. 78 bis Ley del Mercado de Valores, 1988.

yor facilidad negligencia de la otra parte a la hora de asesorar. Sin embargo, en la práctica mercantil internacional, caracterizada por su complejidad, la dificultad para el demandante consiste en demostrar que no es un inversor profesional y que en consecuencia el asesoramiento recibido ha sido insuficiente.

1. *Titan Steel Wheels v The Royal Bank of Scotland plc* [2010] EWHC[(12)] 21 (Comm)

En *Titan Steel Wheels v The Royal Bank of Scotland plc* [2010] EWHC 21 (Comm), la parte demandante, Titan Steel Wheels Ltd (**«Titan»**), interpuso demanda contra *The Royal Bank of Scotland* (**«RBS»**) por pérdidas ocasionadas por una venta indebida de *swaps*. Titan es una empresa fabricante de neumáticos que suscribió una serie de permutas financieras de divisas (*currency swaps*) con RBS con el objeto de protegerse de las fluctuaciones del tipo de cambio de la libra con el euro. Movimientos de cambio desfavorables llevaron a Titan a sufrir pérdidas significativas, por lo que decidió demandar a RBS alegando que RBS le había recomendado las permutas financieras de divisas por ser adecuadas a su experiencia y que por tanto no había observado el deber de cuidado (*duty of care*) que RBS le debía.

De acuerdo con las alegaciones de Titan, RBS le recomendó un producto (las permutas financieras de divisas) que, dada su complejidad, no era adecuado a sus necesidades. Para beneficiarse de la protección que la legislación británica[(13)] provee a clientes minoristas (*private persons*), mucho mayor que la que se otorga a los inversores sofisticados, Titan argumentó que la negociación de permutas financieras de divisas era sólo un aspecto incidental de su negocio y que su negocio principal era la fabricación de neumáticos, por lo que ante la ausencia de conocimientos y experiencia sobre esta materia, el asesoramiento que recibió de RBS se enmarcaba dentro de las obligaciones fiduciarias (*trusted advisor*) entre RBS y Titan.

Por su parte, RBS negó tales argumentos alegando que: (a) Titan ya había suscrito en el pasado productos similares sin que le resultaran inadecuados; (b) sus servicios incluidos expresamente en el contrato eran de ejecución y no de asesoramiento; y (c) en cualquier caso, corresponde a Titan evaluar si tal instrumento se adecua a sus necesidades.

El Juez Steel desestimó todos los motivos de Titan. En primer lugar, a pesar de que algunas ideas y recomendaciones sobre el *swap* fueron discutidas, en ningún momento se estableció una relación de asesoramiento, pues no existía prueba alguna de ningún contrato o comisión de asesoramiento. En particular, no había ninguna petición por escrito de Titan en este sentido, ni constancia del pago de ninguna comisión por asesoramiento alguno y ni siquiera en las conversaciones telefónicas pidió Titan asesoramiento de ningún tipo a RBS. En segundo lugar, el Tribunal desestimó también que RBS hubiera infringido un deber de cuidado, pues, según el Tribunal, Titan tenía experiencia suficiente en este tipo de instrumentos y no podía considerarse una entidad menos sofisticada que RBS, ya que podía entender las opiniones al respecto de RBS y tomar decisiones sobre negociar un *swap* con la entidad bancaria.

---

(12) Tribunal Superior de Inglaterra y Gales.

(13) Art. 150 de la *Financial Services Market Act*.

A pesar de que Titan es una empresa dedicada a la fabricación de neumáticos, el Tribunal fue categórico a la hora de analizar la idoneidad de Titan y considerarlo como un cliente profesional[14]. Es muy probable que el número de casos en los que una parte alegue ser una *«private person»* aumente, pero de momento los tribunales ingleses han sido muy cautos a la hora de permitir una mayor protección a personas jurídicas con experiencia previa con *swaps*.

3. CAPACIDAD Y AUTORIDAD PARA SUSCRIBIR CONTRATOS DE DERIVADOS

La ausencia de capacidad es un problema frecuente y al mismo tiempo, una justificación recurrente que ciertas contrapartes utilizan cuando se enfrentan a pagos elevados en el contexto de un *ISDA Master Agreement*. A pesar de que el *ISDA Master Agreement* cuenta en su Sección 3 con una serie de declaraciones (*Representations*) entre las que se incluye una declaración de cada parte del contrato confirmando sus facultades para ejecutar tal contrato [Sección 3(a)(ii)], lo cierto es que la ausencia de capacidad o poderes es una de las defensas más utilizadas en la práctica de derivados, cuando una contraparte no quiere continuar pagando debido a las pérdidas en que está incurriendo. Con frecuencia, estas contrapartes utilizarán la ausencia de capacidad o de ciertos poderes exigidos por la legislación aplicable de la jurisdicción donde estén constituidas para conseguir la nulidad del contrato. Obsérvese que, tal y como refleja la práctica de estos contratos, es la parte que carece de capacidad la que denuncia su propia falta de capacidad. *A contrario sensu*, las cuestiones de capacidad no emergen cuando la parte que carece de ella tiene un saldo a su favor.

En contraste con otros contratos, los derivados son contratos celebrados generalmente entre personas jurídicas, con lo que su capacidad está regulada por sus estatutos, los cuales pueden prohibir o restringir la suscripción de estos contratos. Estos casos se dan sobre todo con entidades de naturaleza pública cuyos poderes o capacidad para suscribir este tipo de contratos está limitado. A menudo, entidades locales, regionales o de naturaleza híbrida están sujetas a una legislación especial que o bien prohíbe expresamente contratar instrumentos derivados o sujeta su contratación a unos requisitos formales. En Derecho inglés, los supuestos de ausencia de capacidad son conocidos como *ultra vires*, esto es, cuando una entidad va más allá o se excede de sus propias facultades para hacer algo. El buen número de sentencias sobre esta materia demuestra que cuando se negocien estos contratos con este tipo de entidades es fundamental obtener una opinión legal de un reconocido y competente despacho de abogados de la jurisdicción de la contraparte así como, en ciertos casos, realizar una investigación más minuciosa (*due diligence*) sobre la naturaleza legal de tal entidad, su legislación aplicable y las posibles consecuencias de una eventual declaración de ausencia de capacidad.

(14) Tal parecer contrasta con el de un sector de la jurisprudencia española más favorable a los clientes, incluso cuando son personas jurídicas.

1. *Haugesund Kommune and another v Depfa ACS Bank and Wikborg Rein & Co* [2010] EWCA[15] civ 579

En *Haugesund Kommune and another v Depfa ACS Bank and Wikborg Rein & Co* [2010] EWCA civ 579 el Tribunal de Apelación de Inglaterra tuvo ocasión de conocer el recurso interpuesto por los recurrentes, dos entes locales noruegos: Haugesund Kommune y Narvik Kommune (los **«Kommunes»**) contra el banco irlandés Depfa ACS Bank (**«Depfa»**).

En Noruega existen alrededor de 430 entes locales y su capacidad de endeudamiento está limitada por ley. Concretamente, en Derecho noruego[16] existe una restricción sobre los entes locales que les impide suscribir contratos de préstamos. Depfa solicitó asesoramiento legal al despacho noruego Wikborg Rein & Co (**«Wikborg»**), quien categóricamente concluyó que los *swaps* no constituían préstamos según la norma relevante de Derecho noruego y que en consecuencia los Kommunes tenían la capacidad necesaria para suscribirlos.

Así las cosas, los Kommunes suscribieron con Depfa dos *swaps* sujetos al Derecho inglés y a la jurisdicción de los tribunales de Inglaterra y continuaron con el cumplimiento de sus obligaciones de pago, las cuales, según los términos del contrato, debían realizarse cada trimestre. Ello fue así hasta que el Ministerio de Justicia noruego, al contrario de lo que inicialmente se pensó, declaró en el 2007 que tales *swaps* constituían préstamos. Ante esta nueva situación, los Kommunes cesaron en el pago de los importes trimestrales alegando invalidez de los contratos.

En primera instancia, los Kommunes solicitaron en la *High Court* declaración de invalidez de los *swaps* por ausencia de capacidad. Por su parte, Depfa defendió la validez de los *swaps* pero alegó que si los contratos eran finalmente declarados inválidos, tendría derecho a recibir todos los importes que había pagado a los Kommunes en relación con los dos *swaps*. Asimismo, demandó a Wikborg por asesoramiento negligente. Finalmente, la sentencia de primera instancia estimó la demanda de los Kommunes y declaró los *swaps* inválidos, pero se estimó también la demanda de reconvención de Depfa y su derecho a recibir los importes pagados previamente. También se declaró culpable a Wikborg por los daños ocasionados a Depfa debido a su asesoramiento negligente aunque quedó pendiente establecer por qué cantidad. Por último, se permitió a las partes recurrir en apelación el asunto de la capacidad.

En el recurso de apelación, una de las cuestiones fundamentales a decidir fue determinar qué ley era aplicable para establecer la capacidad de las dos entidades noruegas cuando son parte en un contrato sujeto al Derecho inglés. El Tribunal analizó sus propias normas de conflicto de leyes sobre capacidad de personas jurídicas y afirmó que al concepto de capacidad había que darle «un significado amplio e internacionalista». El Tribunal resolvió la cuestión principal mediante un doble ejercicio: (a) analizar la cuestión de la capacidad de los Kommunes con arreglo al Derecho noruego; y (b) determinar los efectos de tal incapacidad en los *swaps* de acuerdo con el Derecho inglés.

---

(15) Tribunal de Apelación de Inglaterra y Gales.

(16) Se trataba de la Sección 50 de la Ley de Entes Locales.

Las normas sobre capacidad de las personas están fuera del Convenio de Roma[17], por lo que se tuvo que acudir a las normas inglesas de conflicto de leyes. Tras discutir las consecuencias en Derecho privado inglés cuando falta la capacidad de una de las partes, el Tribunal de Apelación falló lo siguiente:

(a) Dado que las entidades noruegas no tenían la capacidad exigida por el Derecho noruego para suscribir los *swaps*, éstos eran según el Derecho inglés inválidos y por lo tanto nulos.

(b) Depfa tenía derecho a recuperar las sumas de dinero avanzadas a los Kommunes junto con el interés incurrido.

(c) Los Kommunes no tenían derecho a beneficiarse de ninguna excepción de orden público que impidiera a Depfa recuperar las sumas que había avanzado.

Si bien el Tribunal reconoció que de acuerdo con el Derecho noruego tales contratos eran nulos, falló que las sumas avanzadas por Depfa constituían un enriquecimiento sin causa y en consecuencia éstas tenían que ser devueltas por los Kommunes. Ante tal pírrica victoria, los Kommunes trataron de evitar el pago de las sumas avanzadas por Depfa alegando principios de orden público noruego: el propósito de la prohibición de celebrar contratos de préstamos era proteger a los ciudadanos noruegos. Sin embargo, el Tribunal inglés declaró que una norma de orden público de otro Estado no debe impedir que una de las partes recupere el dinero avanzado en relación con un contrato sujeto al Derecho inglés.

2. *Berliner Verkehrsbetriebe (BVG) Anstalt des Offentlichen Rechts v JP Morgan Chase N.A.* [2010] EWCA Civ 390

Berliner Verkehrsbetriebe (BVG) Anstalt des Offentlichen Rechts v JP Morgan Chase N.A. [2010] EWCA Civ 390*,* es un caso en el que se discutieron cuestiones de capacidad. Una vez más, disputas en torno a la capacidad emergen en relación con instituciones de naturaleza pública sujetas a ciertas prohibiciones o restricciones en su jurisdicción de constitución.

La parte recurrente, *Berliner Verkehrsbetriebe (BVG) Anstalt des Offentlichen Rechts* (**«Berliner»**), es una entidad alemana de Derecho público, la cual suscribió una permuta financiera por incumplimiento de riesgo de crédito (*credit default swap*) con la entidad financiera JP Morgan Chase N.A. (**«JPM»**). Mediante este *swap* Berliner vendió protección a JPM por un periodo de 10 años en relación con una cartera de referencia compuesta por 150 sociedades. El *swap* incorporaba una cláusula de jurisdicción exclusiva a favor de los tribunales ingleses. Tras varios eventos de crédito[18], y ante la negativa de Berliner de pagar las cantidades debidas, JPM demandó a Berliner ante los tribunales ingleses por el impago de $112 millones. Berliner contestó que, dado que el objeto del proceso era «la validez de las decisiones de sus órganos» (materia ésta incluida en el ar-

(17) Art. 1.2(e) Convenio de Roma de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales.

(18) En los *credit default swaps*, la parte que vende protección debe pagar a la contraparte un importe determinado cada vez que ocurre un evento de crédito (*Credit Event*) en relación con la entidad afectada incluida en la cartera de referencia.

tículo 22.2 del Reglamento), los tribunales de Berlín tenían jurisdicción exclusiva sobre el asunto.

Paralelamente, Berliner presentó demanda en el Tribunal Regional de Berlín (*Berlin Landgericht*) alegando que el *swap* era *ultra vires*, es decir, nulo por carecer Berliner de capacidad para suscribirlo. Del mismo modo, Berliner también cuestionó la jurisdicción de los tribunales ingleses y solicitó que la cuestión, por recaer sobre la «validez de las decisiones de sus órganos», fuera conocida por los tribunales de Berlín en virtud del artículo 22.2 del Reglamento Bruselas I (el **«Reglamento»**)[19]. En particular, el artículo 22.2 del Reglamento reza así:

> «Son exclusivamente competentes, sin consideración del domicilio: (…) En materia de validez, nulidad o disolución de sociedades y personas jurídicas, así como en materia de **validez de las decisiones de sus órganos**, los tribunales del Estado miembro en que la sociedad o persona jurídica estuviere domiciliada; para determinar dicho domicilio, el tribunal aplicará sus reglas de Derecho internacional privado».

Dado que las dos demandas tenían el mismo objeto y causa, los tribunales de Berlín suspendieron el proceso hasta que resolvieran los tribunales ingleses. En primera instancia, la *High Court* falló que los tribunales ingleses tenían jurisdicción ya que el proceso no tenía como objeto principal cuestiones comprendidas en el artículo 22.2 del Reglamento. Así, pues, y dado que las partes habían acordado someter el contrato a la jurisdicción de los tribunales ingleses, tal acuerdo debía observarse en aplicación del artículo 23 del Reglamento, el cual dice:

> «Si las partes, cuando al menos una de ellas tuviere su domicilio en un Estado miembro, hubieren acordado que un tribunal o los tribunales de un Estado miembro fueren competentes para conocer de cualquier litigio que hubiere surgido o que pudiere surgir con ocasión de una determinada relación jurídica, tal tribunal o tales tribunales serán competentes. Esta competencia será exclusiva, salvo pacto en contrario entre las partes».

En el recurso interpuesto por Berliner, el Tribunal de Apelación consideró si la cuestión de capacidad se veía afectada por el artículo 22.2 del Reglamento y en consecuencia si debía ser sometida a los tribunales de Berlín. La cuestión sobre la validez de las decisiones tomadas por los órganos de Berliner, si bien importante, no era la principal en este asunto, pues se discutían otros aspectos de mayor relevancia. Fundamentalmente, este era un asunto sobre el incumplimiento de las obligaciones de Berliner, es decir, la pretensión de JPM de cobrar el importe impagado.

Con este parecer, el Tribunal de Apelación decidió seguir las conclusiones de la sentencia de primera instancia, en la cual se falló que los tribunales de Berlín podían conocer del asunto sólo si el mismo está «principalmente relacionado» (*principally concerned*) con una de las materias del artículo 22.2 del Reglamento, circunstancia que no se daba en este caso. El Tribunal de Apelación no se desvió de este parecer y falló que el incidente de la

(19) Reglamento (CE) núm. 44/2001 del Consejo de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil.

capacidad de Berliner no era el asunto principal del recurso, sino la validez del propio *swap* y el incumplimiento de las obligaciones de Berliner. En consecuencia, debía cumplirse la elección expresa hecha por las partes, tal y como contempla el artículo 23 del Reglamento. En este caso, en el que se ventilaban varias cuestiones, el Tribunal diseñó una clasificación jerárquica de cuestiones según su importancia, situando la validez del *swap* como cuestión principal. Por último, el Tribunal decidió que el proceso inglés continuase a pesar de las cuestión prejudicial planteada por los tribunales de Berlín[20].

En este sentido, es importante llamar la atención sobre la interpretación que la jurisprudencia inglesa ha hecho del artículo 22.2. En sentencias anteriores[21], los tribunales ingleses han dejado sentado que la expresión del artículo 22.2 «en materia de» viene a significar «procesos fundamentalmente relacionados». Así, pues, en casos que entrañen varias cuestiones, los tribunales ingleses se preguntarán si la sustancia de la demanda versa sobre una de las materias comprendidas en el artículo 22.2.

3. *Depfa Bank Plc and Dexia Crediop S.p.A. v Provincia Di Pisa* [2010] EWHC 1148 (Comm)

En *Depfa Bank Plc and Dexia Crediop S.p.A. v Provincia Di Pisa* [2010] EWHC 1148 (Comm) se repite la misma situación que en el caso anterior, esto es, el intento de la contraparte por evitar los efectos de la cláusula de jurisdicción exclusiva alegando falta de capacidad para negociar un *swap* con el propósito de activar así el artículo 22.2 del Reglamento. En este caso, el municipio italiano de Pisa (**«Pisa»**) había suscrito un *swap* con Depfa Bank Plc (**«Depfa»**).

Pisa alegó falta de capacidad para contratar *swaps*, de modo que la jurisdicción sobre el mismo fuera asumida por los tribunales italianos en virtud del artículo 22.2 del Reglamento, que como se ha visto incluye «la validez de las decisiones de los órganos». Una vez más, la *High Court* falló a favor de la competencia de los tribunales ingleses, rechazando así las pretensiones del municipio italiano. En concreto, las dos cuestiones a dirimir fueron:

(a) Determinar la ausencia de capacidad de Pisa de conformidad con el Derecho italiano.

(b) Si era necesario adoptar el test de *Berliner Verkehrsbetriebe (BVG) Anstalt des Offentlichen Rechts vs JP Morgan Chase N.A.* [2010] EWCA Civ 390 (analizado

(20) A resultas de la cuestión prejudicial planteada por los tribunales de Berlín, el Tribunal de Justicia Europeo (TJE) resolvió a favor de los tribunales ingleses al decidir que el artículo 22.2 del Reglamento debe ser interpretado de forma restrictiva y en consecuencia sólo es aplicable si la cuestión principal del asunto es una de las materias comprendidas en el artículo 22.2. El TJE hizo suya la tesis de los tribunales ingleses y declaró que en cuestiones que versen sobre la validez, la interpretación y el cumplimiento de las obligaciones, la discusión sobre la validez de una decisión de los órganos de una de las partes debe ser considerada accesoria. Por último, el TJE advirtió que una interpretación amplia del art. 22.2 sería contraria no sólo al objetivo del propio Reglamento, caracterizado por incluir mecanismos previsibles para determinar la jurisdicción sino también a la necesaria certidumbre legal [*Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera) de 12 de mayo de 2011 (petición de decisión prejudicial planteada por la Kammergericht Berlin - Alemania) - Berliner Verkehrsbetriebe (BVG), Anstalt des öffentlichen Rechts/ JPMorgan Chase Bank N.A., Frankfurt Branch*].

(21) En concreto, *Grupo Torras SA v Sheikh Fahad Mohammed Al-Sabah* [2001] EWCA Civ 1370.

anteriormente), según el cual para aplicar el artículo 22.2 del Reglamento se exige que el asunto esté «principalmente relacionado» con alguna de las materias comprendidas en tal artículo.

En referencia a la primera cuestión, la *High Court* resolvió que, en efecto, y según el Derecho italiano, se había dado una situación de *ultra vires* y en consecuencia el municipio italiano había negociado sin la capacidad necesaria para celebrar tal contrato. Sobre la segunda cuestión, en vista de que la cuestión principal era la validez del propio *swap*, la *High Court* rechazó las pretensiones de Pisa, pues consideró, siguiendo decisiones adoptadas en sentencias anteriores, que el asunto no estaba principalmente relacionado con una de las materias recogidas en el artículo 22.2 del Reglamento. El Tribunal razonó que, a pesar de que «la validez de las decisiones de los órganos» de Pisa era obviamente importante, los aspectos fundamentales giraban en torno a la validez y legalidad de los contratos de *swaps*.

Es claro entonces que cuando se trate de conocer materias comprendidas en el artículo 22.2 los tribunales ingleses serán muy reacios y obrarán con abundante cautela a la hora de ceder su jurisdicción a favor de otro tribunal. El test requiere que el caso esté «principalmente relacionado», por lo que si una materia comprendida en el artículo 22.2 del Reglamento tiene sólo naturaleza secundaria o incidental no será suficiente para que los tribunales ingleses renuncien a su jurisdicción.

4. *Standard Chartered Bank v Ceylon Petroleum Corporation* [2011] EWHC 1785 (Comm)

En este caso, la parte demandada, *Ceylon Petroleum Corporation* (**«CPC»**), es la empresa pública de importación y refinería de petróleo de Sri Lanka. Dado que CPC importa crudo de los mercados internacionales pagando en dólares de EE.UU., suscribe con frecuencia contratos de derivados para protegerse de las oscilaciones del precio del petróleo. Así pues, acordó varias permutas financieras de divisas con la parte actora, la entidad de crédito inglesa *Standard Chartered Bank* (**«SCB»**) utilizando un *ISDA Master Agreement* (versión 2002). En virtud, de estas transacciones, SCB tenía que pagar a CPC si el precio del petróleo subía. Debido a la brusca caída del precio del petróleo acaecida en julio y agosto de 2008, CPC incumplió sus obligaciones de pago, por lo que SCB le reclamó la cantidad de $161.733,500 más el interés devengado.

CPC alegó lo siguiente: (a) ausencia de capacidad contractual, pues las actividades de CPC debían desarrollarse conforme a la *Ceylon Petroleum Corporation Act 1961* y ésta no permitía a CPC suscribir este tipo de contratos, ya que los derivados no estaban incluidos en el objeto de la sociedad; (b) ausencia de autoridad, ya que los firmantes no reunían ciertos requisitos; y por último (c) ausencia del deber debido a la hora de aconsejar y asesorar a CPC sobre el funcionamiento y los riesgos de estos derivados. Las pretensiones de CPC fueron rechazadas por el Tribunal por las siguientes razones: (a) no hubo falta de capacidad, ya que la suscripción de los derivados fue sólo incidental para llevar a cabo los objetivos que la legislación de Sri Lanka permite a CPC; (b) los acuerdos se firmaron con la aprobación previa del Consejo de Administración; y por último (c) SCB no debía un deber de cuidado (*duty of care*) a CPC a pesar de que CPC erróneamente asumiera que SCB le estaba asesorando.

El Tribunal dejó clara su postura indicando que en un contexto comercial corresponde a las partes distribuir sus riesgos y responsabilidades y no es tarea del Tribunal reescribir el contracto. Está previsto que el Tribunal de Apelación conozca de este asunto.

4. LA SECCIÓN 2(A)(III) DEL *ISDA MASTER AGREEMENT*

Los contratos de cobertura, como cualquier contrato, consisten en una serie de derechos y obligaciones que las partes asumen. Son negocios jurídicos que, debido a su complejidad e incertidumbre sobre el resultado final, entrañan un buen número de riesgos[(22)]. Entre estos riesgos, el más importante es el riesgo de crédito, es decir, el riesgo de que una de las partes de la transacción incumpla sus obligaciones. Estos riesgos se exacerban en estos contratos debido a su extensa duración, que puede alcanzar varios años, por lo que un perfil crediticio sólido de una de las partes puede deteriorarse considerablemente durante la vida del contrato. Por su propia naturaleza, las permutas financieras son contratos aleatorios, en los que las respectivas ganancias o pérdidas no se pueden calcular con antelación pues éstas dependen de cómo se comporte el activo subyacente (un determinado índice, el precio de una acción o de una materia prima o los tipos de interés).

Hechas estas consideraciones, no sorprende que la Sección 2(a)(iii) del *ISDA Master Agreement* sujete las respectivas obligaciones de pago o entrega a que en ningún momento una de las partes se encuentre en una situación que pueda clasificarse como de evento de incumplimiento[(23)] (*Event of Default*). De este modo, se protege a la parte cumplidora (*Non-defaulting Party*) de hacer pagos a la parte cuya situación crediticia es complicada. Es decir, con este mecanismo se busca mitigar el riesgo de crédito de la contraparte.

Para la parte cumplidora, las razones para recurrir a la Sección 2(a)(iii) no se agotan aquí pues, ante un evento de incumplimiento, en vez de rescindir el contrato puede preferir que transcurra un periodo de tiempo para que tal incumplimiento se solucione[(24)]. No hay que olvidar que la necesidad de que el contrato de cobertura continúe existiendo no es sólo en ocasiones un requisito regulatorio sino que también puede constituir una condición en el contexto de operaciones de financiación, por ejemplo un préstamo. Sin embargo, uno de los problemas que analiza la jurisprudencia inglesa y que de inmediato se comentan es que el *ISDA Master Agreement* no señala la duración de esta suspensión.

En virtud de la Sección 2(a)(iii), si llegada la fecha de pago o entrega (*Payment Date* o *Delivery Date*) el evento de incumplimiento se hubiese producido o continuase, la parte

---

(22) Sobre los riesgos en los instrumentos derivados, *vid.* BARRACHINA, Eduardo, «Razones y Orientaciones de la Reforma del Mercado de Instrumentos Derivados OTC en la Unión Europea», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 9, 2011, pp. 187-211, p. 193 y ss.

(23) En el contrato marco existen ocho eventos de incumplimiento, a saber: impago, incumplimiento de las obligaciones del contrato, incumplimiento de las obligaciones del garante (*Credit Support Provider*), declaración fraudulenta de una de las partes, incumplimiento de un contrato financiero determinado, incumplimiento cruzado (*Cross default*), distintas situaciones de insolvencia y por ultimo, supuestos que entrañen la transferencia de los derechos y obligaciones de una de las partes o del garante a una tercera parte cuando ésta no asume las obligaciones del contrato (*Merger Without Assumption*). Sin embargo, durante la negociación del *Schedule* las partes pueden modificarlos (dejándolos sin efecto o añadiendo eventos adicionales).

(24) FIRTH, Simon, *Derivatives Law and Practice*, Sweet&Maxwell, Londres, 2010, Cap. 11, p. 8.

cumplidora no tiene obligación de realizar pago o entrega en relación con la transacción afectada. Por su importancia, interesa transcribir la Sección 2(a)(i) y 2(a)(iii)[25]:

Sección 2(a)(i):

«Sin perjuicio de otras disposiciones de este Acuerdo, cada una de las partes hará los pagos o entregas a que venga obligada según lo especificado en cada Confirmación».

Sección 2(a)(iii):

«El cumplimiento de las obligaciones de cada una de las partes de la Sección 2(a)(i) está sujeto a: (1) la condición suspensiva de que ningún evento de incumplimiento (Event of Default) o un evento de incumplimiento potencial (Potential Event of Default) se ha producido y sigue produciéndose con respecto a la otra parte, (2) la condición suspensiva de que no se ha designado una fecha de vencimiento anticipado (Early Termination Date) en relación con la transacción relevante y (3) cualquier otra condición suspensiva que sea de aplicación en virtud de este Acuerdo».

La obligación general de hacer pagos o entregas consagrada en la Sección 2(a)(i) queda siempre pendiente de que se cumpla la condición suspensiva de la Sección 2(a)(iii). Así, la parte cumplidora se encuentra eximida de hacer pagos a la parte cuya situación crediticia se ha deteriorado como consecuencia de un determinado evento de incumplimiento. Pues bien, a resultas de la crisis financiera que empezara en 2007, en los tres últimos años los tribunales ingleses han tenido ocasión de interpretar *in extenso* esta cláusula. Como se verá en las cuatro siguientes sentencias, la tarea ha sido harto compleja, pues hay decisiones dispares y, en ocasiones, poco ortodoxas. Los dos aspectos que más discusión han provocado son:

(a) Si a pesar de existir la suspensión de la obligación de pago o entrega en virtud de un incumplimiento de la condición de la Sección 2(a)(iii), la partes pueden compensar sus respectivos saldos y pagar así un importe neto.

(b) Si tras el incumplimiento de la condición y la correspondiente suspensión de la obligación de pago es posible que se restablezca la obligación de pago una vez el evento de incumplimiento ha sido resuelto o «curado». Es decir, si, la Sección 2(a)(iii) opera sólo en tanto en cuanto dure la situación de incumplimiento o por el contrario, una vez que ha entrado en juego, no se puede revertir a la situación anterior.

Las cuatro sentencias que han conocido de estos asuntos se han sustanciado en el Tribunal Superior (*High Court*) por lo que es probable que en algunos casos se recurra al Tribunal de Apelación y, si procede, al Tribunal Supremo. Por el momento, y a la espera de decisiones futuras de la *Court of Appeal*, no cuenta el Derecho inglés con una posición definitiva sobre estas dos cuestiones.

(25) Similar cláusula se encuentra en el CMOF-2009, estipulación tercera.

1. *Marine Trade SA v Pioneer Freight Futures Co Ltd BVI and another* [2009] EWHC 2656 (Comm)

En este caso, Marine Trade SA (**«Marine Trade»**) y Pioneer Freight Futures Co Ltd BVI (**«Pioneer»**) suscribieron un contrato de cobertura de flete[26] (*Forward Freight Agreement*) pero basado en los mismos términos que un contrato *ISDA Master Agreement* (versión 1992). En esta sentencia se analiza el funcionamiento de la Sección 2(a)(iii) que, como ha sido explicado, de suceder un evento de incumplimiento, suspende las obligaciones de pago y entrega de las partes. En enero de 2009, los importes de liquidación para cada parte eran los siguientes:

(a) $7.085.981,85 a pagar por Pioneer a Marine Trade.

(b) $12.116.223,67 a pagar por Marine a Pioneer.

Así, pues, dado el desequilibrio entre las dos cantidades debidas, de ejercer Pioneer su derecho de compensación, Pioneer no tendría que realizar pago alguno a Marine Trade y tendría derecho a $5.030.242,50, la diferencia entre las dos cantidades debidas. Sin embargo, a finales de enero de 2009, el demandante, Marine Trade, concluyó que el demandado, Pioneer, había incurrido en un evento de incumplimiento (*Event of Default*) en particular, insolvencia [Sección 5(a)(vii)(2)]. A raíz de este evento de incumplimiento, Marine Trade alegó que:

(a) Sus obligaciones de pago quedaban suspendidas en virtud de la Sección 2(a)(iii) del *ISDA Master Agreement*.

(b) De acuerdo con la Sección 2(c) del *ISDA Master Agreement*, Pioneer no tenía derecho a ejercer derecho de compensación alguno, por lo que el 30 de enero de 2009 reclamó a Pioneer la cantidad debida de $7.085.981,85.

Por su parte, Pioneer, si bien reconoció que había ocurrido un evento de incumplimiento, rechazó que tal evento pudiera afectar su derecho a compensar los saldos, por lo que el 1 de febrero de 2009 reclamó a Marine Trade la suma de $5.030.242,50 (la diferencia entre ambas cantidades debidas), pero comoquiera que Marine Trade no pagara tal suma, Pioneer cursó notificación a Marine Trade de que tal impago constituía un incumplimiento de la obligación de pago (*Failure to Pay*) en virtud de la Sección 5(a)(i) del *ISDA Master Agreement*, de este modo, facultando a Pioneer a rescindir el contrato. Con el fin de evitar la rescisión del contrato, Marine Trade pagó bajo protesto la cantidad de $5.030.242,50 a Pioneer, mientras que Pioneer se negó a pagar $7.085.981,85. Finalmente, el 17 de febrero de 2009 Marine Trade remitió a Pioneer notificación por incumplimiento de pago de su recibo de $7.085.981,85.

Así las cosas, la cuestión principal era determinar si, en efecto, Marine Trade tenía derecho a compensar las sumas de liquidación una vez que Pioneer había incurrido en un

(26) Estos contratos ofrecen a navieras, transportistas, compañías petroleras y otros operadores la oportunidad de protegerse de las oscilaciones de las tarifas de carga. Se trata de instrumentos derivados negociados OTC cuyos documentos se basan en los términos de la *Forward Freight Agreement Brokers Association* (FFABA). Estos contratos incorporan el clausulado del *ISDA Master Agreement*, versión 1992.

evento de incumplimiento. Según Marine Trade, Pioneer no tendría derecho a compensar tales saldos porque Pioneer estaría afectado por un evento de incumplimiento y en consecuencia entra en juego la Sección 2(a)(iii). Del mismo modo, alegó Marine Trade, el mecanismo de la compensación descrito en la Sección 2(c) se aplica a aquellas cantidades que sean exigibles. Es decir, si tras producirse un evento anticipado tiene lugar la suspensión de las obligaciones, tal cantidad dejaría de ser exigible (*payable*) y en consecuencia no podría ser sujeta a compensación de créditos.

Por su parte, la defensa de Pioneer arguyó que la condición suspensiva de la Sección 2(a)(iii) no altera el derecho a compensar de la Sección 2(c) pues aquélla sólo afecta a la obligación de pagar, por lo que ambas secciones deben ser analizadas por separado.

El Tribunal falló que, en efecto, Pioneer era insolvente en febrero de 2009 y que en consecuencia se había producido un evento de incumplimiento, por lo que confirmó el derecho de Marine Trade a suspender sus obligaciones de pago por incumplimiento de la condición descrita en la Sección 2(a)(iii). Se trata de una conclusión lógica, pues no se ponía en duda el evento de incumplimiento de Pioneer.

En segundo lugar, el Juez Flaux desestimó los motivos de Pioneer. En concreto, estimó que, dado que no hay obligaciones exigibles porque la Sección 2(a)(iii) las ha suspendido, el derecho a compensar queda también suspendido en referencia a tales cantidades. Tal interpretación impone a las partes la obligación de pagar sus respectivas deudas sin compensación alguna, es decir, sólo puede exigirse el saldo entero, en vez del neto. Así, la cantidad de $7.085.981,85 a pagar por Pioneer devino exigible.

Sin embargo, el razonamiento más fundamental fue el que hizo el Juez Flaux, quien interpretando la Sección 2(a)(iii) concluyó que, una vez que se pone en funcionamiento el mecanismo de la suspensión de la obligación de pago, no es posible revertir a la situación previa si, llegado el caso, la condición vuelve a cumplirse posteriormente. Es decir, la Sección 2(a)(iii) operaría como una extinción de la obligación relevante y no como una suspensión temporal durante el tiempo que dure el evento que la ha provocado. De esta suerte, resulta irrelevante que tras la suspensión el evento se cure o resuelva. Adviértase empero que esta opinión del Juez Flaux constituye un razonamiento *obiter dictum*, y en consecuencia sólo tiene poder sugestivo y no vinculante[27].

Esta interpretación no está exenta de controversia y existen autores que discrepan de ella[28]. Se trata de un problema que en ausencia de una redacción clara (el propio *ISDA*

---

(27) Si bien se trata de un caso australiano, conviene hacer referencia a *Enron Australia v TXU Electricity* [2003] NSW SC 1169, sentencia del Tribunal Supremo de Nueva Gales del Sur, donde el Juez Austin afirmó que si la condición de la Sección 2(a)(iii) se vuelve a cumplir después del periodo de suspensión, resurge entonces la eficacia de las obligaciones de pago o entrega.

(28) En este sentido, Simon FIRTH critica una interpretación excesivamente literal de la Sección 2(a)(iii) a pesar de que reconoce que su redacción no es clara. FIRTH realiza la acertada distinción entre suspensión de la obligación y suspensión del cumplimiento de la obligación, por lo que, incluso cuando la Sección 2(a)(iii) entra en juego, la obligación existe en sí, a pesar de que se haya suspendido su cumplimiento hasta que la condición se cumpla. *Derivatives Law and Practice*, *op. cit. supra* 24, p. 8. Por su parte, Schuyler K. HENDERSON observa que el error del Tribunal es haber ignorado que la Sección 2(a)(i) incluye «sin perjuicio de otras disposiciones de este Acuerdo» lo que comprende la Sección 2(c) relativa a la compensación de créditos. *Henderson on Derivatives*, 2.ª ed. LexisNexis, Londres, 2010, p. 1074 y ss.

Master Agreement permanece en silencio sobre esta cuestión) exige acudir a reglas de interpretación[29]. La postura adoptada por el Juez Flaux llevaría a resultados poco comerciales, pues una vez que se cumple la obligación, el sentido comercial de estos contratos sugiere que las obligaciones de pago o entrega dejan de estar suspendidas. Obsérvese, por ejemplo, los perniciosos efectos cuando la parte insolvente lo es sólo por dos días ya que no ha podido pagar (*Failure to Pay*) por razones administrativas u operativas, lo que podría constituir un evento potencial de incumplimiento. Por último, puede resultar absurdo, desde un punto de vista comercial, obligar a la parte que ha incurrido en un evento de incumplimiento a pagar el importe entero cuando, de compensarse los saldos, tendría derecho a recibir una suma de dinero en un momento de desarreglo financiero.

2. *Lomas and others v JFB Firth Rixson, Inc and others* [2010] EWHC 3372 (Ch)

En este caso, los administradores del concurso de la entidad financiera Lehman Brothers International Europe (los **«Administradores»**) solicitaron al Tribunal instrucciones para la interpretación de cinco permutas financieras de interés (*interest rate swaps*) que habían suscrito con *JFB Firth Rixson, Inc and others* (las **«Contrapartes»**). La controversia se centra en que merced a la Sección 2(a)(iii), las Contrapartes de estos cinco contratos suspendieron sus obligaciones de pago tras la quiebra de LBIE el 15 de septiembre de 2008. Normalmente, ante esta situación se procede a terminar el contrato y al cálculo de las cantidades debidas, pero como las Contrapartes estaban perdiendo dinero, decidieron recurrir a la suspensión de la obligación de pagar que ofrece la Sección 2(a)(iii). En efecto, ahí se encuentra el *quid* de la cuestión, cómo interpretar esta Sección cuando la parte que está ganando dinero en el *swap* incurre en un evento de incumplimiento y la parte que está perdiendo decide no pagar apoyándose en la Sección 2(a)(iii).

Por un lado, los Administradores de LBIE tenían interés en resolver los contratos y recibir los importes debidos, por lo que alegaron que, comoquiera que las contrapartes rechazaban pagar tales importes, los acreedores de LBIE recibirían menos dinero. Por otro lado, tal y como se ha señalado, las Contrapartes rechazaban realizar pago alguno en virtud de la suspensión operada por la Sección 2(a)(iii). Es importante advertir que esta sentencia se dicta en el contexto de un procedimiento concursal y en consecuencia se ventilaron ciertas cuestiones de Derecho concursal inglés. Obviamente, en estos contratos la cláusula de vencimiento automático (*Automatic Early Termination*) no fue pactada por las partes porque si tal hubiera sido el caso, tras la quiebra de LBIE la parte cumplidora (*Non-defaulting Party*) hubiera tenido que calcular los importes de acuerdo con la Sección 6(d)(ii) del *ISDA Master Agreement*.

La primera cuestión a decidir fue si la parte cumplidora y cuyas obligaciones de pago están suspendidas, puede exigir a la otra parte el importe total, esto es, sin compensación alguna. Idéntica cuestión fue considerada en *Marine Trade SA v Pioneer Freight Futures Co Ltd BVI and another*, donde se falló que los importes no debían estar sujetos a com-

(29) En Derecho español se debería acudir al artículo 1284 del Código civil, que reza así: «Si alguna cláusula de los contratos admitiere diversos sentidos, deberá entenderse en el más adecuado para que produzca efecto».

pensación porque ésta sólo se aplica a importes «exigibles», lo que según el Juez Flaux en *Marine Trade* no sucede cuando entra en funcionamiento la Sección 2(a)(iii).

La segunda cuestión, que también apareció en *Marine Trade*, se centró en la duración de la suspensión de la obligación de pago, esto es, qué ocurre si tras la suspensión de la obligación de pagar el evento de incumplimiento es resuelto (*cured*): ¿se restablece la obligación de pago o simplemente una vez que la condición se ha incumplido aquélla no se puede restablecer? Las Contrapartes se apoyaron en el razonamiento de *Marine Trade* y obviamente defendieron la extinción de sus obligaciones de pago en tal transacción. Por su parte, los Administradores defendieron la existencia de un término implícito en el contrato (*implied term*) que sugería que la duración de la suspensión lo es por un tiempo razonable o, en cualquier caso, hasta el final de la transacción relevante. Los Administradores solicitaron al Tribunal orientación sobre qué periodo de tiempo podía considerarse razonable.

Dada la gravedad de este asunto y su importancia para el mercado de derivados OTC, se permitió a ISDA personarse, quien argumentó que la suspensión se mantiene hasta que el evento de incumplimiento es resuelto, y en cualquier caso, si tal evento no se resuelve, la suspensión es indefinida.

Sobre la primera cuestión, el Juez Briggs se inhibió pues las partes acordaron que los pagos de los importes debidos deberían hacerse sujetos a compensación, esto es, netos. En cuanto a la segunda cuestión, el Juez Briggs rechazó los razonamientos tanto de los Administradores como de ISDA y falló que la obligación de pago permanece suspendida en la medida en que tal evento de incumplimiento continúe pero sólo hasta la fecha de conclusión de la transacción relevante por transcurso del tiempo (*the date of termination by effluxion of time*). Haciéndose eco de argumentos de parte de la doctrina, el Tribunal no vio con buenos ojos que las obligaciones de pago estén permanentemente en peligro de ser extinguidas y no restablecidas sólo porque ocurra un evento potencial de incumplimiento. De este modo, el Juez Briggs se desvió de la postura adoptada en Marine Trade por el Juez Flaux por considerarla draconiana y vulnerable a eventos de incumplimiento momentáneos.

Del mismo modo, se rechazó expresamente la existencia de términos o cláusulas implícitas, pues la redacción de la Sección 2(a)(iii) sugiere que la suspensión pervive en tanto en cuanto exista o continúe un *Event of Default*. El Juez Briggs reconoció que los argumentos esgrimidos en Marine Trade eran razonables y tenían la virtud de la sencillez y la certeza. A pesar de que la sentencia destacó que la Sección 2(a)(iii) nada dice sobre los efectos de un subsiguiente cumplimiento de la condición, en cuyo caso se podría asumir que las partes del contrato no tenían intención de que la obligación de pago se restableciera, finalmente, como se ha visto, el Tribunal se decantó por la interpretación contraria. Si bien el fallo de la *High Court* fue recibido en este caso con satisfacción por los mercados y sus participantes, supuso no obstante una interpretación adicional del funcionamiento de la Sección 2(a)(iii). Dado que este fallo ha sido recurrido, habrá que estar a lo que decida la *Court of Appeal*.

3. *Lehman Brothers Special Financing Inc Carlton Communications Ltd* [2011] EWHC 718 (Ch)

Las cuestiones que se resolvieron en *Lehman Brothers Special Financing Inc Carlton Communications Ltd* [2011] EWHC 718 (Ch) son muy similares a las que emergieron en

Lomas. Lehman Brothers Special Financing Inc (**«LBSF»**) era una entidad constituida en Delaware, EE.UU., y previamente a la quiebra de Lehman Brothers Holdings Inc, era la sociedad principal para negociar derivados en el área de instrumentos de renta fija, incluidas las permutas financieras de tipo de interés (*interest rate swap*). Por su parte, Carlton Communications Ltd (**«Carlton»**) es una sociedad inglesa dedicada a los medios de comunicación y retransmisión. Ambas sociedades suscribieron un *swap* formalizado con arreglo al *ISDA Master Agreement* (versión 1992) en cuyo *Schedule* se eligió la aplicabilidad de la cláusula de resolución o vencimiento anticipado (*Automatic Early Termination*). Tras la quiebra de Lehman Brothers Holding Inc, entidad ésta que hacía las veces de garante[30] (*Credit Support Provider*), se produjo un evento de incumplimiento y en consecuencia la resolución automática del *ISDA Master Agreement*. Al ocurrir tal evento, Carlton debía a LBSF el importe de £2.656.649,31, pero tal pago fue suspendido debido al incumplimiento de la condición suspensiva de la Sección 2(a)(iii).

Al igual que en casos anteriores se discutió la naturaleza de la Sección 2(a)(iii) y en concreto su impacto práctico. Para LBSF la suspensión de la obligación de pago es sólo por un periodo razonable o, en cualquier caso, se podría deducir de la redacción de la Sección 2(a)(iii) que dura hasta la última fecha de la Transacción. Como el evento de incumplimiento ocurrió justo antes de la última fecha de pago, LBSF pretendía así poder cobrar el importe final.

Sin embargo el Juez Briggs rechazó una vez más tales argumentos y falló que la suspensión de la obligación de pago por la parte cumplidora sólo termina si la otra parte remedia el evento en cuestión. En primer lugar, la suspensión de la obligación de pagar no puede durar por un periodo de tiempo «razonable» porque la Sección 2(a)(iii) es clara al afirmar que la condición se cumple mientras no haya ocurrido o siga ocurriendo un evento de incumplimiento. En segundo lugar, tampoco se puede deducir de la redacción de la Sección 2(a)(iii) que la suspensión de la obligación de pagar se levanta al final de la transacción relevante, pues tal argumento estaría en contradicción con la Sección 9(c) del *ISDA Master Agreement*. En efecto, la Sección 9(c) reza así:

> «Sin perjuicio de las Secciones 2(a)(iii) y 6(c)(ii), las obligaciones de las partes de este acuerdo sobrevivirán la terminación de cualquier Transacción».

En este caso, se discutió también una cuestión que, si bien está alejada de la controversia sobre el impacto práctico de la Sección 2(a)(iii), trata de analizar no obstante su naturaleza legal. LBSF alegó que el modo en que la Sección 2(a)(iii) opera cuando se produce un evento de incumplimiento constituye una cláusula penal. Tales alegaciones fueron rechazadas por el Tribunal, pues la jurisprudencia inglesa en esta materia es clara y tiene declarado que una cláusula penal sólo es válida si se aplica cuando una parte incumple un término del contrato. En el caso del *ISDA Master Agreement*, la Sección 2(a)(iii) no entra en funcionamiento por un incumplimiento contractual sino por unos eventos específicos que las partes han acordado mutuamente. Un *Event of Default* no constituye un incumplimiento del contrato, sino que sirve para que las partes identifiquen aquellas circunstancias

(30) Los supuestos de quiebra que afectan al garante impactan en el contrato como si se tratara de la misma contraparte.

que aconsejan a la parte cumplidora suspender su obligación de pagar o simplemente rescindir la transacción relevante. Por último, se zanjó la cuestión aludiendo a que la doctrina de las cláusulas penales, de aplicación exclusiva a casos de incumplimiento contractual, no debería extenderse a un contrato estándar tan sofisticado y utilizado como el *ISDA Master Agreement*.

4. *Pioneer Freight Futures Co Ltd (in liquidation) v TMT Asia Ltd* [2011] EWHC 1888 (Comm)

La sentencia *Pioneer Freight Futures Co Ltd (in liquidation) v TMT Asia Ltd* [2011] EWHC 1888 (Comm) constituye, a fecha de hoy, la última resolución judicial inglesa que interpreta la Sección 2(a)(iii) del *ISDA Master Agreement*. La parte actora, Pioneer Freight Futures Co Ltd (**«Pioneer»**) es una sociedad mercantil constituida en las Islas Vírgenes, incursa en un procedimiento de concurso y que formuló demanda contra TMT Asia Ltd (**«TMT»**), una sociedad incorporada en las Islas Marshall. Las partes suscribieron 18 contratos de cobertura de flete (*Forward Freight Agreement*) que incorporaban los términos de un *ISDA Master Agreement* (versión 1992). A raíz del vencimiento anticipado del contrato (*Automatic Early Termination*), Pioneer reclamó el pago del importe debido.

Entre octubre y noviembre de 2008, debido a las oscilaciones del mercado, Pioneer incumplió en la fecha debida el pago a TMT de 10 millones de dólares. A resultas de este evento de incumplimiento (*Failure to Pay*), TMT no se encontraba en la obligación de realizar ningún pago porque la condición de la Sección 2(a)(iii) no había sido cumplida, suspendiendo así las obligaciones de pago. Entre otras cuestiones, el Tribunal tuvo que establecer una vez más la trascendencia práctica de esta sección, en este caso en el contexto de una resolución automática, cuyo efecto práctico más característico es la sustitución del procedimiento y plazos para dar término al contrato una vez que ha ocurrido un evento de incumplimiento, por la resolución automática[31]. Obsérvese, que al contrario que en los tres casos anteriores, en este caso las partes habían acordado en el documento anejo al *ISDA Master Agreement* (el *Schedule*) que la resolución automática del contrato será de aplicación si ocurre un evento de incumplimiento. En concreto, el objeto del proceso era determinar cuál es el funcionamiento de la Sección 2(a)(iii) una vez que se ha puesto en funcionamiento la Sección 6(a), es decir, la resolución automática del contrato.

De acuerdo con el Tribunal, una vez que se produce la resolución automática del contrato el riesgo de crédito se desvanece y en consecuencia la Sección 2(a)(iii) no es de aplicación porque las transacciones han sido automáticamente resueltas. De la decisión del Tribunal se infiere que un modo de neutralizar los efectos de la Sección 2(a)(iii) es la selección por las partes de la cláusula de resolución automática. Está previsto que esta sentencia sea recurrida ante el Tribunal de Apelación (*Court of Appeal*).

5. Breves consideraciones en torno a la Sección 2(a)(iii)

Las distintas cuestiones en torno a la Sección 2(a)(iii) y en particular, las opiniones opuestas que un mismo Tribunal ha emitido, han creado no sólo incertidumbre jurídica

(31) Sección 6(a) del *ISDA Master Agreement*.

sobre los efectos precisos de la Sección 2(a)(iii) sino también controversia entre distintos autores, jueces y participantes del mercado. No se albergan dudas sobre el efecto inmediato de la Sección 2(a)(iii), aunque como se ha visto su duración e impacto en la compensación de créditos exigen mayor precisión. De momento, habrá que estar a lo que diga el Tribunal de Apelación e, incluso, el Tribunal Supremo.

La inquietud alcanza al propio gobierno del Reino Unido, que ante el actual clima económico ha mostrado su preocupación por la ausencia de claridad a la hora de terminar transacciones de esta naturaleza(32). En concreto, el gobierno británico ha propuesto medidas para aclarar la ausencia de referencias a un periodo de tiempo o plazo durante o hasta el cual, respectivamente, la Sección 2(a)(iii) opere. La propuesta principal consiste en legislar para que los contratos terminen automáticamente una vez que una de las contrapartes de éstos esté incursa en un procedimiento concursal(33). El propósito del gobierno es que cualquier propuesta garantice un nivel de flexibilidad para la parte cumplidora a la hora de decidir si termina el contrato y, al mismo tiempo, que ofrezca certidumbre a los administradores del concurso de que la resolución de las transacciones pendientes de conclusión se llevará a cabo dentro de un periodo de tiempo razonable.

Del mismo modo, la actual disparidad de sentencias e incertitud creada ha empujado a ISDA a considerar una reforma(34) de la Sección 2(a)(iii) de suerte que clarifique los aspectos confusos. La reforma pretende aclarar los dos aspectos más controvertidos: (a) la duración de la suspensión; y (b) la compensación de cantidades durante la suspensión. Respecto al primer punto, ISDA sugiere un plazo a escoger de 90 o 180 días a contar desde la fecha que la parte cumplidora deja de hacer el pago debido. Sobre el segundo punto, el borrador aclararía que la compensación afecta a todas cantidades debidas en cada transacción.

A lo largo de estas sentencias ha quedado patente también que los tribunales ingleses respetan la intención comercial de los *ISDA Master Agreement* y su uso masivo en la práctica financiera internacional. Ello se deja ver con claridad en el continuo rechazo a aceptar términos implícitos que puedan desviarse de la redacción original y en consecuencia producir resultados extravagantes. En la práctica mercantil, la incertidumbre creada ya ha tenido un impacto en la redacción de los contratos que documentan estas transacciones. A la espera de una decisión final por el Tribunal de Apelación o, incluso, el Tribunal Supremo, parece recomendable que las partes incorporen lenguaje adicional que aclare: (a) los efectos en el tiempo de la suspensión de la obligación de pago; y (b) qué ocurre en relación con la Sección 2(a)(iii) si el evento de incumplimiento queda posteriormente resuelto.

5. CLÁUSULAS DE JURISDICCIÓN

Los problemas de interpretación de las cláusulas de jurisdicción no son privativos de los contratos de derivados. En el tráfico mercantil internacional son constantes los proble-

(32) *Establishing Resolution Arrangements for Investment Banks*, HM Treasury, diciembre de 2009, pp. 118 y ss. Disponible en: <http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_investmentbank161209.pdf>.

(33) *Ibid*. p. 119.

(34) *Consultation with Members of the International Swaps and Derivatives Association on proposed amendments to Section 2(a)(iii) and related provisions of the ISDA Master Agreement*, 8 de abril de 2011.

mas que estas cláusulas entrañan, ora por una redacción ambigua o torpe, ora por interpretaciones interesadas de una de las partes. Los contratos de derivados no son ajenos a esta problemática, la cual se exacerba cuando ninguna de las dos partes es inglesa e intenta que el proceso tenga lugar en su jurisdicción de constitución. Una característica de los derivados es que, debido a movimientos contrarios o inesperados del activo subyacente, una de las partes decida no cumplir con sus obligaciones de pago alegando ausencia de capacidad o simplemente interponiendo una demanda en una jurisdicción distinta a la que en principio las partes habían acordado.

En el tráfico mercantil internacional, la mayoría de contratos derivados quedan sujetos al Derecho inglés o al de Nueva York. Desde un punto de vista procesal, ello entraña diferencias según se es demandado o demandante. Obsérvese, por ejemplo, que para el demandado el sistema procesal inglés ofrece mayores ventajas que el norteamericano, ya que el sistema inglés, al contrario que el norteamericano, impone costas al demandante si su demanda es desestimada, lo que sin duda actúa como un instrumento disuasorio a la hora de demandar. Asimismo, los tribunales ingleses rara vez impondrán sanciones punitivas (*punitive damages*) al demandado. Sin embargo, puede resultar más favorable para los demandantes demandar en un tribunal de Estados Unidos, pues no sólo no se imponen costas si la demanda no prospera sino que también los daños impuestos al demandado son mayores. Una de las ventajas de Inglaterra frente a Estados Unidos es que si las dos partes pertenecen a Estados miembros de la Unión Europea el Reglamento Bruselas I será de aplicación, con lo que en un principio el resultado es más previsible, ya que cuenta con reglas claras sobre competencia judicial.

Por último, a la hora de elegir el Derecho y la jurisdicción aplicable es fundamental considerar aspectos como la experiencia y sofisticación de los Jueces y Tribunales, la facilidad para ejecutar sentencias y la existencia de jurisprudencia sobre derivados. Interesa, pues, analizar cómo han reaccionado los tribunales ingleses recientemente frente a disputas sobre jurisdicción en materia de *swaps*.

1. *Morgan Stanley & Co International plc v China Haisheng Juice Holdings Co Ltd* [2009] EWHC 2409 (Comm)

En este caso, la parte actora es la entidad financiera Morgan Stanley & Co International plc (**«MSIP»**), en tanto que la parte demandada es China Haisheng Juice Holdings Co Ltd (**«CH»**), sociedad incorporada en las Islas Cayman, que cotiza en la bolsa de Hong Kong y que está dedicada a manufacturar, distribuir y exportar zumos de frutas y otros productos similares. Como es habitual en empresas exportadoras, CH necesitaba protegerse de los cambios de moneda (en particular de las fluctuaciones entre el dólar norteamericano y el renminbi chino), por lo que recabó asesoramiento de MSIP. Las partes suscribieron una permuta financiera de divisas (*currency swap*) documentada mediante un *ISDA Master Agreement* (versión 2002). El contrato contenía en su Sección 13 una cláusula de jurisdicción exclusiva a favor de los tribunales ingleses y con sujeción al Derecho inglés. En concreto, decía:

> «Jurisdicción: en referencia a cualquier juicio, acción o proceso relacionado con cualquier disputa que surja o esté relacionada con este Acuerdo, cada parte se somete irrevocablemente a la jurisdicción exclusiva de los tribunales ingleses».

El 2 de abril de 2009, CH demandó en los tribunales de Xi'an (China) a MSIP y a otra compañía del grupo que no era parte del contrato y que está constituida en Hong Kong, Morgan Stanley Asia Limited (**«MSLA»**). En la demanda se solicitaba la rescisión del contrato y la compensación por las pérdidas sufridas ante lo que CH consideraba un asesoramiento fraudulento por parte de MSIP. Dado que CH dejó de pagar las cantidades debidas, MSIP interpuso demanda en los tribunales de Londres el 13 de mayo de 2009.

La cuestión a dilucidar es si CH podía demandar a MSLA en relación con este acuerdo. La parte actora arguyó que la cláusula de jurisdicción obligaba a CH a demandar a MSIP o MSAL en Inglaterra. En concreto, se adujo que la mencionada Sección 13 del contrato obligaba a demandar ante los tribunales ingleses por «cualquier disputa que surja o esté relacionada con este Acuerdo». Por su parte, CH alegó que la cláusula de exclusividad era sólo de aplicación entre las partes del contrato, es decir, MSIP y CH, y no afectaba a MSLA.

El Tribunal rechazó los argumentos de MSIP y confirmó que la jurisdicción exclusiva es de aplicación sólo entre las partes del contrato y por tanto no se extiende a terceras personas. A lo que CH y MSIP se obligaron —dijo el Tribunal— fue a someterse mutuamente a la jurisdicción de Inglaterra, con lo que tal cláusula no podía alcanzar a MSLA. Según el Tribunal no se puede interpretar de modo razonable que tal cláusula afectara a terceras partes, como era el caso de MSLA.

2. *Lornamead Acquisitions Ltd v Kaupthing Bank HF* [2011] EWHC 2611 (Comm)

En este caso se ventilaron varias cuestiones entre el demandante, Lornamead Acquisitions Ltd (**«Lornamead»**) una sociedad constituida en Inglaterra, y el demandado, Kaupthing Bank HF («**Kaupthing**»), una entidad financiera constituida en Islandia, aunque, para lo que aquí interesa, es suficiente centrarnos en la cuestión relativa a la competencia de los tribunales ingleses.

Entre 2006 y 2009, Kaupthing facilitó a Lornamead préstamos por un valor de 100 millones de libras esterlinas. Como es habitual en operaciones de financiación, el deudor se obligó a suscribir varias permutas financieras de tipo de interés (*interest rate swaps*). Debido a la crisis financiera y al concurso de Haupthing, ésta novó a otra entidad sus derechos y obligaciones en los contratos de préstamos que tenía con Lornamead. Todos los documentos relativos al contrato de préstamo y a la posterior novación estaban sujetos al Derecho inglés y a la jurisdicción exclusiva de los tribunales de Inglaterra. Sin embargo, a pesar de que el acuerdo entre acreedores (*Intercreditor Agreement*) exigía que las confirmaciones[35] de los contratos de cobertura debían basarse en los *ISDA Master Agreement*,

(35) La confirmación de un contrato de cobertura es el contrato que formaliza una transacción concreta. Como es bien sabido, la arquitectura del *ISDA Master Agreement* es modular, esto es, (a) el acuerdo marco es el contrato al que las partes se adhieren, el cual contiene una serie de pactos, condiciones generales y definiciones aunque no está sujeto a negociación (es un contrato marco); (b) las modificaciones y variaciones correspondientes que las partes acuerden se hacen en un contrato anejo (el *Schedule*); y por último, (c) los términos económicos y operativos específicos de cada transacción quedan reflejados en el documento que se conoce como confirmación. De este modo, bajo un mismo *ISDA Master Agreement* pueden tener lugar numerosas transacciones, cada una documentada en una confirmación distinta.

tales confirmaciones fueron sujetas al Derecho islandés y a la jurisdicción del Tribunal de Distrito de Reykiavik.

En mayo de 2010, Lornamead presentó demanda en la *High Court* contra Kaupthing en relación con ciertos contratos celebrados entre ambas partes. Por su parte, Kaupthing denunció mediante declinatoria que la *High Court* no tenía competencia para conocer de tales contratos. Así pues, una de las cuestiones sobre las que el Tribunal tuvo que decidir es si, en referencia a la demanda interpuesta, los tribunales islandeses (en vez de los ingleses) tenían jurisdicción sobre las confirmaciones. Se trata de un supuesto bastante infrecuente, pues lo razonable es que los documentos de cobertura estén sometidos al mismo Derecho y jurisdicción que los documentos principales. Este caso revela los intentos del demandado por mitigar la jurisdicción exclusiva de los tribunales ingleses alegando la jurisdicción de los tribunales islandeses sobre las confirmaciones.

Según Kaupthing, en aplicación del artículo 17 del Convenio de Lugano (el «Convenio»)[36], los tribunales islandeses tenían jurisdicción exclusiva sobre las confirmaciones. De tal artículo, nos interesa su apartado primero:

> «Si las partes, cuando al menos una de ellas tuviere su domicilio en un Estado contratante, hubieren acordado que un tribunal o los tribunales de un Estado contratante fueren competentes para conocer de cualquier litigio que hubiere surgido o que pudiere surgir con ocasión de una determinada relación jurídica, tal tribunal o tales tribunales serán los únicos competentes».

La defensa de Kaupthing se basó en que en aplicación de la jurisprudencia inglesa, en casos de concurrencia de varias cláusulas de jurisdicción, son de aplicación los siguientes principios enunciados por Lord Collins en *UBS AG v HSH Nordbank AG* [2009] EWCA Civ 585:

(a) El contrato debe quedar sujeto a la jurisdicción con mayor conexión.

(b) Si existen varios contratos con distintas cláusulas de jurisdicción aplicables, se debe presumir que las partes han actuado de un modo comercial y que no quisieron someter sus pretensiones a distintas jurisdicciones de modo inconsistente.

(c) Si las partes han celebrado transacciones complejas, la jurisdicción aplicable será la que señale la cláusula de jurisdicción del contrato que se sitúe en el centro de la transacción.

Kaupthing insistió en que las partes habían actuado de modo comercial y que su intención de separar la jurisdicción de los contratos de cobertura era expresa. Por su parte,

---

Todos los documentos forman un contrato único [Sección 1(c) *ISDA Master Agreement*]. De estos tres documentos *(Master Agreement*, *Schedule* y Confirmación) tiene siempre prevalencia la Confirmación que para cada transacción se ejecute (Sección 1(b) *ISDA Master Agreement*). El mismo carácter modular se predica del CMOF el cual se divide en Anexos.

(36) Al ser Islandia un Estado Miembro de la EFTA, es de aplicación el Convenio de Lugano: 88/592/CEE, Convenio relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, de 16 de septiembre de 1988. El Convenio de 1988 (ya derogado) era el entonces vigente cuando se firmaron las confirmaciones.

Lornamead cuestionó la interpretación que de esos principios hizo Kaupthing, pues lo esencial es interpretar las cláusulas de jurisdicción en el contexto de la transacción en su totalidad. Así pues, los contratos que están en el centro de gravedad de la transacción son los relativos al préstamo que se celebró entre las partes, el cual está sujeto a los tribunales ingleses.

El Tribunal rechazó las pretensiones de Kaupthing pues la demanda abarcaba cuestiones lo suficiente amplias como para incluir los documentos más importantes de la transacción. La demanda no versaba sobre aspectos de las confirmaciones ni sobre su interpretación. E incluso, si surgieran disputas sobre las cantidades que en su caso se pudieran deber, éstas serían en cualquier caso incidentales a la demanda. El asunto principal era si, en virtud de los acuerdos de novación, las confirmaciones habían sido rescindidas. Del mismo modo, el Tribunal destacó que las confirmaciones fueron suscritas como condición de los contratos subyacentes (los préstamos), los cuales estaban sujetos a Derecho inglés. Por último, dado que los tribunales ingleses conocieron primero de la demanda, el Tribunal recordó también los efectos de la litispendencia según el artículo 21 del Convenio. Esta sentencia ha sido recurrida ante el Tribunal de Apelación.

6. INTERPRETACIÓN DEL CONTRATO

1. *BNP Paribas v Wockhardt EU Operations (Swiss) AG* **[2009] EWHC 3116 (Comm)**

En este sencillo asunto se discutió sobre la naturaleza jurídica de los importes pagados en caso de vencimiento anticipado del contrato (*Early Termination Amounts*), esto es, las cantidades que se pagan de ocurrir un evento de incumplimiento (*Event of Default*) o un evento de vencimiento anticipado (*Termination Event*). En este caso, la parte actora (**«BNP»**) suscribió un *ISDA Master Agreement* con una empresa suiza que era a su vez, subsidiaria de una empresa india de Bombay (**«Wockhardt»**).

Pues bien, en diciembre de 2008 y enero de 2009, Woockhardt incumplió sendas veces sus obligaciones de pago, creando así un evento de incumplimiento. A las demandas de pago de BNP, Woockhardt contestó que las cláusulas de pago por vencimiento anticipado no eran ejecutables porque constituían cláusulas penales. Si bien la jurisprudencia inglesa es clara sobre la prohibición de las cláusulas penales en los contratos, ha configurado éstas como pagos fijos que deben pagarse por el incumplimiento de una obligación contractual concreta. Empero, tal y como el Tribunal señaló, en los *ISDA Master Agreement*, no se exige un pago concreto, sino un modo de cálculo para obtener tales cantidades debidas[37]. Advirtió, no obstante, que si tal método diera como resultado unas cantidades extravagantes o desproporcionadas, el Tribunal intervendría para corregirlo. Sin embargo, no fue ese el caso, y el Tribunal falló a favor de la parte actora por considerar que tales pagos no son cláusulas penales.

(37) Sección 6(e) del *ISDA Master Agreement*.

2. *Abu Dhabi Comercial Bank Pjsc v Saad Trading, Contracting And Financial Services Company* [2010] EWHC 2054 (Comm)

Aunque no es una sentencia compleja o controvertida, este caso se aproxima a uno de los elementos fundamentales de los *ISDA Master Agreement* y que más negociación originan: la cláusula de incumplimiento cruzado (*cross-default*). Al igual que otras disposiciones del *ISDA Master Agreement*, la cláusula de incumplimiento cruzado viene a mitigar el riesgo de crédito de una de las partes[(38)]. Esta cláusula, muy común en los contratos de préstamo, viene caracterizada por dar a la otra parte del contrato el derecho a rescindir si el deudor ha incurrido en un evento de impago con otro deudor. Caracteriza a esta cláusula la circunstancia de que opera en relación con eventos fuera del propio contrato pero que sin embargo revela las dificultades financieras del deudor, esto es, un cambio en el perfil crediticio del deudor.

En el supuesto que nos ocupa, la parte actora (**«Abu Dhabi»**) otorgó tres préstamos al demandado (**«Saad»**) y, como es común en las operaciones de financiación, Saad suscribió una permuta financiera de divisas (*currency swap*), la cual estaba documentada mediante un *ISDA Master Agreement*. En este contrato se había acordado la cláusula de incumplimiento cruzado, tal y como está descrita en la Sección 5(a)(vi) del *ISDA Master Agreement*. Comoquiera que ocurrió un evento de incumplimiento (*Event of Default*) en el contrato de préstamo del que Saad era el deudor, Abu Dhabi decidió ejercer su derecho a rescindir el contrato[(39)].

Si bien Saad reconoció que en efecto había ocurrido un evento de incumplimiento en virtud de los tres contratos de préstamo, rechazó empero el derecho de Abu Dhabi a terminar la transacción, alegando que la Sección 5(a)(vi) del *ISDA Master Agreement* sólo incluye eventos que puedan categorizarse como *Events of Default* según el *ISDA Master Agreement* y que por lo tanto, excluiría eventos que sucedan en relación con otros contratos, por ejemplo los mencionados préstamos. Síguese, entonces, que la cuestión a dirimir era determinar el impacto de tal evento de incumplimiento en el contrato de permuta financiera. Ante tal peregrina justificación, el Tribunal fue claro en su rechazo y confirmó que no se puede dar un sentido más reducido a la Sección 5(a)(vi) que el que sus propias palabras le dan. Del mismo modo, enfatizó con razón el Tribunal que tal razonamiento no sólo sería poco comercial, sino que iría en contra de lo que ISDA pretendió al redactar su *Master Agreement*.

7. CONCLUSIONES

Al igual que en España, la actividad judicial en Inglaterra en material de *swaps* no ha hecho sino crecer. Por ser Londres el centro financiero más importante para la negociación de derivados, es patente que los tribunales ingleses han conocido de una mayor variedad de asuntos. Cuando se cuestione la capacidad de una de las partes o la jurisdicción del

(38) Sección 5(a)(vi) del *ISDA Master Agreement*.

(39) El efecto principal de un *Event of Default* es que la parte cumplidora (*Non-defaulting Party*) puede poner fin a todas las transacciones pendientes de conclusión [Sección 6(a) *ISDA Master Agreement*].

contrato, la postura de los Tribunales ingleses está bastante definida. También, es claro que los Tribunales ingleses no renunciarán con facilidad a su jurisdicción, venga ésta de un acuerdo de las partes o de un texto internacional.

Donde todavía es necesario mayor concreción es en aspectos privativos del *ISDA Master Agreement*, esto es, la Sección 2(a)(iii). Las últimas sentencias parecen indicar que la polémica opinión en Marine Trade no prevalecerá aunque habrá que estar pendientes de lo que se decida en apelación. De seguro, los mercados están a la espera de una decisión definitiva que clarifique la duración de la suspensión de la obligación de pagos, si ésta puede levantarse tras la curación del evento de incumplimiento y si es posible la compensación de saldos tras la suspensión. La importancia de estas sentencias ha quedado de manifiesto tras las reacciones del propio gobierno británico y de ISDA.

El *ISDA Master Agreement* es un contrato creado por los propios mercados y sus participantes a través de ISDA, y hasta la fecha su interpretación no ha sido controvertida. Los tribunales ingleses han comprendido la importancia de este contrato marco y, como ha quedado reflejado en la mayoría de sentencias, tienen interés en interpretarlo de un modo fiel a su espíritu comercial.

Por último, las más de las veces las disputas que se han comentado nacen de la contraparte (el cliente de la entidad financiera), lo que revela que el funcionamiento y complejidad de estos contratos no es siempre bien comprendido. Ello deberá exigir mayores esfuerzos y precisión al legislador y a los juzgadores sobre el nivel de diligencia que las entidades financieras deben a sus clientes en el contexto de una negociación de *swaps*.

Noticias

1. La CNUDMI y la microfinanza

En fecha reciente y cara al 45.º periodo de sesiones cuya celebración estaba prevista entre los meses de junio y julio de 2012, la Secretaría de la CNUDMI (Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional) publicó una Nota titulada «Algunas cuestiones de orden legislativo que repercuten en la microfinanza» (*vid*. documento A/CN.9/756, de 20 de abril de 2012). Con carácter previo, también en el mes de abril de 2011 la propia Secretaría había ya elaborado una Nota sobre este mismo tema (A/CN.9/727).

Lo que hace ahora la Secretaría es analizar el tratamiento normativo que está mereciendo la microfinanza en distintos países del mundo, recoger los debates que al respecto se han celebrado, algunos de ellos con impulso de la propia CNUDMI y, en definitiva, analizar en qué medida la microfinanza o los microcréditos podían integrarse en la labor futura de la Comisión. Para ello lleva a cabo un análisis inicial o aproximativo de algunas de las principales cuestiones que desde la perspectiva jurídica resultan relevantes. A esas cuestiones se dedica la Nota, tanto para recoger algunos datos como para, a continuación, proponer determinadas cuestiones que en cada uno de esos apartados deberían ser examinados. La Nota aborda tres problemas principales vinculados con la microfinanza. El primero, el de las garantías de los préstamos recibidos por los clientes, el segundo, la búsqueda de mecanismos específicos de solución de controversias para la problemática a la que da lugar el cumplimiento y la exigibilidad de las prestaciones en las microfinanzas y, por último y como tercer problema, los riesgos que plantea la difusión del llamado dinero electrónico precisamente en este ámbito.

a) Con respecto a los préstamos garantizados, la Nota identifica cuatro problemas básicos. En primer lugar, lo que se denominan prácticas poco equitativas para aquellos prestatarios que ofrecen en prenda sus enseres domésticos. El segundo problema radica en la dificultad de la valoración de la prenda, teniendo en cuenta lo que supone dar valor a elementos intangibles o, precisamente, a enseres domésticos que pueden no ver correspondida su valoración patrimonial con la relevancia que tienen en la vida ordinaria del prestatario. El tercer problema es que un registro de garantías reales en el marco de la microfinanza daría lugar a dificultades singulares, y el cuarto y último problema es también la singularidad que supone la ejecución de la garantía en el supuesto de impago.

Considera la Secretaría que la CNUDMI cuenta con un bagaje que la autoriza especialmente para abordar estos problemas. Se cita en particular algunos resultados de trabajos anteriores de la propia CNUDMI, entre los que destaca «La Guía legislativa sobre las operaciones garantizadas» aprobada en el año 2007. Además, la microfinanza ha alcanzado un desarrollo suficiente como para despertar una considerable atención y poner a disposición de cualquier regulador una información que permite valorar adecuadamente el alcance de los problemas señalados.

Preocupa de una manera singular, desde el punto de vista de la indispensable protección que reclaman los prestatarios, que la constitución de las garantías reales no resulte equilibrada o proporcionada, ni en su valor ni en las posibilidades de ejecución. Existen informaciones que ponen de manifiesto que, a partir de una ausencia de legislación adecuada para operaciones garantizadas en materia de microfinanza, falta una reacción internacional que busque un marco uniforme en este campo. Cita la Nota de la Secretaría estudios llevados a cabo por otras instituciones en las que se ponen de manifiesto prácticas que pudieran ser consideradas poco equitativas. Se recuerda que en microfinanza los requisitos de la garantía pueden dar lugar a: a) la constitución de un ahorro forzoso que retiene el prestamista; b) la garantía constituida sobre enseres domésticos; c) la garantía sobre bienes muebles; d) la garantía por créditos por cobrar; e) la garantía sobre bienes e inmuebles; f) fianzas personales y finalmente g) porciones o partes o cuotas del propio microcrédito.

Reconociendo que en esas prácticas hay enormes variaciones de un Estado a otro, la práctica del ahorro forzoso suscita preocupaciones relevantes. Ese ahorro forzoso, que se traduce en un depósito, supone ponerlo a disposición de instituciones que no tienen el estatuto legal que autoriza a recibir depósitos. Por lo tanto, ni se da una retribución conforme a mercado al prestatario, ni éste cuenta con la seguridad de un fondo de garantía de depósitos para el caso de insolvencia del prestamista que retiene ese depósito. Otro problema radica en que esta garantía consistente en un ahorro forzoso implica un aumento sensible de los costes de la operación. Finalmente, también se considera preocupante que esa modalidad de garantía implique la obligación para el cliente de adquirir dos o más servicios cuando, en realidad, lo único que buscaba era obtener financiación a través de la microfinanza en sentido estricto. La Secretaría propone como una posible vía de trabajo con la que abordar éstos y otros problemas vinculados con los préstamos garantizados abordar una revisión de la Guía antes citada para adaptar su contenido, ya sea por medio de un suplemento o modificando algunas de sus reglas, a los problemas simulares que plantea la microfinanza.

b) El segundo bloque de cuestiones que aborda la nota de la Secretaría hace referencia a los mecanismos de solución de controversias. Se parte de una evidencia: los clientes de microfinanza o de microcréditos no acuden a los sistemas tradicionales (básicamente la jurisdicción correspondiente) para resolver sus controversias, bien porque carecen de los recursos económicos para hacerlo o bien sencillamente porque ignoran la tutela que pudiera ofrecerles ese sistema jurisdiccional. Se reconoce claramente que, precisamente, las microfinanzas van dirigidas a beneficiar a personas pobres, con niveles de alfabetización bajos y que carecen de una adecuada formación que les permita conocer cuáles son sus derechos ante los distintos episodios a los que pueda dar lugar el cumplimiento de la microfinanza. Se habla expresamente en la Nota de la «asimetría informativa» en la que están instalados el prestamista y el prestatario en torno a la posibilidad de resolución de controversias.

Sucede también algo parecido con respecto a lo que podríamos llamar sistemas alternativos de resolución de controversias, comenzando por la referencia a los defensores de los clientes. Aunque este mecanismo se ha extendido de una manera muy notable, la Nota recoge estudios que acreditan que en más de 55 países no existen sistemas eficaces de solución. Además, se da la situación ya apuntada antes de que quienes aparecen como prestamistas en muchos aspectos de la microfinanza carecen de un estatuto legal asimilable al de entidad de crédito, con lo que no están obligadas por la legislación correspondiente a

incorporar en su funcionamiento los defensores de la clientela característicos de la actividad bancaria. Por ello, termina este apartado la Secretaría señalando la necesidad de abordar en el seno de la Comisión un marco que permita que en materia de microfinanza existan procedimientos justos, eficientes, transparentes y baratos para resolver las controversias que puedan surgir en operaciones de microfinanza. Se habla de medios ya conocidos, pero también de la posibilidad de una resolución de controversias «en línea», fomentada por los avances tecnológicos que se dan también en este sector y que precisamente aparecen en el tercero de los apartados de la Nota.

c) El último apartado se ocupa del llamado dinero electrónico. La Nota comienza diciendo que entiende por tal los valores que se intercambian en forma electrónica utilizando redes informáticas, Internet o lo que llama sistema de «valor almacenado». Este sector del dinero electrónico ha crecido de una manera muy considerable en países en desarrollo en donde la gran mayoría de la población no es titular de una cuenta bancaria. La Nota señala que en el año 2012 este tipo de servicios financieros móviles podían estar siendo utilizados por 364 millones de personas, con ingresos muy bajos y que carecen de cuentas bancarias. El dinero electrónico aparece como una evidente alternativa a la contratación bancaria clásica, pero también plantea dudas desde la perspectiva de los derechos de los prestatarios.

Estamos ante un ámbito en el que existe una clara colaboración entre las empresas que desarrollan tecnología vinculada con las comunicaciones y determinadas instituciones financieras, pero en la que, como destaca la Nota, determinados estudios y experiencias han demostrado que la autorregulación que puedan adoptar las instituciones financieras para abordar los problemas a que da lugar este nuevo ámbito de actividad es insuficiente para proteger a los consumidores y para mantener la confianza. Cita la Nota iniciativas en algunos países en concreto (caso de Filipinas o de Kenia), como una mera indicación de una labor que debe extenderse sensiblemente. Además, llama la atención sobre una circunstancia relevante en este mercado: los nuevos proveedores de plataformas de dinero electrónico que alcanzan una cierta influencia en sus respectivos mercados vienen siendo adquiridos por los grandes operadores internacionales en materia de tarjetas de crédito. Cita expresamente las adquisiciones llevadas a cabo en Sudáfrica y en Ruanda de quienes se habían destacado como proveedores de servicios de dinero electrónico. La Comisión advierte de que si este tipo de adquisiciones y de concentración de los servicios de dinero electrónico en países en desarrollo progresa hacia una mayor concentración podría dar lugar a problemas relevantes desde el punto de vista de la competencia. Se recomienda que las autoridades correspondientes vigilen el desarrollo del sector.

Un sector respecto al cual la Secretaría alerta de cuatro riesgos fundamentales que plantea la difusión del dinero electrónico: 1) que se pierdan los ingresos de un cliente almacenados en un teléfono móvil o en una tarjeta de prepago por actos de piratería a fraude; 2) problemas de iliquidez, insolvencia o quiebra de un proveedor que impidan al cliente, de manera ocasional o definitiva, el acceso a sus fondos; 3) que el avance tecnológico dé lugar a un nivel de sobreendeudamiento intolerable, sobre todo para personas que viven en el umbral de la pobreza o cerca del mismo, y 4) que se planteen problemas relacionados con la privacidad, dada la compartición que es frecuente de los datos personales y financieros e historiales de gastos que se da entre los servidores de dinero electrónico y los comerciantes. Por ello, con respecto al dinero electrónico se plantean varias cuestiones. La primera es la de si debe retribuirse con intereses el valor almacenado por parte de los

proveedores no bancarios de dinero electrónico. En segundo lugar, la difusión de prácticas óptimas para evitar que el avance tecnológico provoque un sobreendeudamiento que se contempla como una de las causas de la crisis de reembolso de microfinanza en no pocos países en desarrollo. Por último, la labor de la CNUDMI también debería actuar específicamente en materia de seguridad, elaborando directrices sobre la integridad de las plataformas de dinero electrónico y determinando otros aspectos de supervisión y funcionamiento de esos sistemas.

Como complemento a la Nota de la Secretaría, también se han difundido por parte de la Comisión las observaciones que ha hecho la Sección Internacional de la New York State Bar Association (NYSBA y recogidas en el documento A/CN.9/757, de 7 de mayo de 2012). Un documento que es interesante, sobre todo, desde el punto de vista de los requisitos que establece en materia de transparencia y acerca de cómo debería desarrollarse la futura labor de la Comisión en este campo, ya sea por medio de la creación de un nuevo grupo de trabajo o a través de colaboraciones con organizaciones externas y al margen de los medios habituales de la Comisión.

Juan Sánchez-Calero

2. SANEAMIENTO Y VENTA DE LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS DEL SECTOR FINANCIERO POR EL REAL DECRETO-LEY 18/2012

1. Antecedentes y contexto

Las consecuencias del «pinchazo» de la denominada «burbuja inmobiliaria» que se extendió desde los EE.UU. hacia Europa a resultas de la crisis de las hipotecas infragarantizadas en el verano del año 2007 alcanzó de lleno a nuestras entidades de crédito (en particular, a las cajas de ahorros) porque contaminó sus patrimonios que, en el activo de sus balances, reflejaban derechos de crédito frente a su clientela garantizados por bienes inmuebles cuyo valor real solo existía en la imaginación de los gestores de aquellas entidades. Las consecuencias de la contaminación de esa parte del activo de las entidades de crédito han sido tan graves que han afectado a su solvencia y han obligado a los poderes públicos a imponer un proceso de saneamiento financiero tan doloroso como prolongado y tan voluminoso en sus cifras como incierto por el continuo crecimiento de las mismas.

Este proceso de saneamiento del sector financiero se ha desarrollado en nuestro Ordenamiento desde 2008 y se ha concentrado, en este año 2012, sobre los aspectos críticos del ajuste de las valoraciones de los activos inmobiliarios y los consiguientes incrementos de las necesidades de recursos propios de las entidades de crédito y del control de las remuneraciones obscenamente abusivas de algunos de los gestores de las cajas de ahorros rescatadas con dinero público. En particular, la ordenación de esta última fase del saneamiento financiero se ha articulado mediante dos Reales Decretos-ley:

a) El Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero (BOE núm. 30, de 4 de febrero de 2012, corrección de errores en BOE núm. 39 de 15 de febrero de 2012) —convalidado por Resolución de las Cortes Generales de 16 de febrero de 2012 (BOE núm. 44, de 21 de febrero de 2012)—, del que dimos noticia en esta *RDBB*, núm. 125, pp. 362 y ss.

b) El Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (BOE núm. 114, de 12 de mayo de 2012, corrección de errores en BOE núm. 129, de 30 de mayo de 2012) —convalidado por Resolución de las Cortes Generales de 31 de mayo de 2012 (BOE núm. 135, de 6 de junio de 2012)—, del que damos noticia ahora.

A raíz de este último Real Decreto-ley 18/2012, el Gobierno ha puesto en marcha un proceso de evaluación sobre el sistema financiero español que pasa por dos etapas:

— En la primera se contrató a las consultoras Oliver Wyman y Roland Berger para que identificaran las necesidades de capital que experimentaría el sistema financiero en dos escenarios: un escenario base, conforme a la situación más probable, y un escenario «estresado» en el que se asumía una coyuntura económica y una caída extrema en los precios de los activos inmobiliarios. En cada caso se trató de medir la incidencia del hipotético deterioro de la situación económica sobre el conjunto de la cartera crediticia de las entidades, tanto la cartera inmobiliaria como los créditos a empresas y particulares.

— En la segunda etapa, las cuatro mayores firmas auditoras (Deloitte, PwC, Ernst & Young y KPMG) se distribuyeron los 14 grupos bancarios operativos en España y, en cada caso, realizaron un análisis individualizado y detallado de las carteras crediticias que sirvió de base para que el Banco de España exigiera las correspondientes necesidades de capital y provisiones.

2. Saneamiento de las entidades de crédito

Para explicar este proceso de saneamiento adicional al previsto para las financiaciones relacionadas con el suelo en el Real Decreto-ley 2/2012 hay que reparar en tres elementos:

— En primer lugar, la configuración de la obligación que consiste en constituir las coberturas adicionales que se indican en el Anexo al Real Decreto-ley 18/2012 (que distingue según las financiaciones inmobiliarias cuenten con garantía real o no, distinguiendo, en el primer caso, según se refieran al suelo o a las promociones en curso o terminadas) sobre el saldo vivo a 31 de diciembre de 2011 de las financiaciones relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias correspondientes a la actividad en España de las entidades de crédito y sus grupos consolidables (art. 1).

— En segundo lugar, el plan de cumplimiento de la anterior obligación antes del 31 de diciembre de 2012, que las entidades de crédito debieron presentar ante el Banco de España antes del 11 de junio de 2012. Tomando en consideración la norma tanto el eventual déficit de capital principal o recursos propios computables que luzca a resultas de las dotaciones anteriores como los procesos de integración de entidades de crédito que puedan llevarse a efecto en el ejercicio 2012 para afrontar este proceso de saneamiento (art. 2).

— En tercer lugar, la responsabilidad administrativa en que pueden incurrir las entidades de crédito y sus administradores o directivos por incumplimiento de las anteriores obligaciones (arts. 2.4 y 7).

3. Segregación de los activos inmobiliarios

El Real Decreto-ley 18/2012 elige una fórmula contundente para aislar el riesgo inmobiliario de las entidades de crédito que consiste en segregar los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias en España por parte de las entidades de crédito para aportarlos a sociedades anónimas especiales cuyo objeto exclusivo sea la administración y enajenación, de forma directa o indirecta, de los activos inmobiliarios aportados por las entidades de crédito que hubiesen recibido apoyo financiero del FROB (arts. 3 a 6).

Se complementa el régimen financiero de las operaciones de aportación de activos inmobiliarios por las entidades de crédito a estas sociedades para la gestión de dichos activos con un régimen fiscal (art. 8) y notarial y registral (DA 2.ª).

4. Reforma del régimen del FROB

El eventual apoyo del FROB a los procesos de integración de entidades de crédito que necesiten reforzar sus recursos propios para cumplir los deberes de dotación adicional de coberturas inmobiliarias que establece el Capítulo I del Real Decreto-ley 18/2012 obliga a que su DF 4.ª modifique parcialmente el Real Decreto-ley 9/2009 (en los apartados 1 y 2 de su art. 10) para adaptar el papel del FROB cuando adquiera instrumentos financieros convertibles en acciones o aportaciones al capital social de entidades de crédito que, sin incurrir en debilidades que puedan afectar a su viabilidad, vayan a acometer un proceso de integración y necesiten reforzar sus recursos propios.

5. Valores emitidos por las entidades de crédito

Dado que las entidades de crédito que afronten planes de cumplimiento de las dotaciones adicionales de las coberturas inmobiliarias previstas en el art. 2 del Real Decreto-ley 18/2012 tienen con frecuencia en circulación participaciones preferentes o instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles en acciones cuyos vencimientos pueden dificultar aquellos planes, la DA 1.ª de este Real Decreto-ley 18/2012 establece la posibilidad excepcional de diferir por un plazo no superior a 12 meses el pago de la remuneración prevista. Esta previsión se extiende a los títulos convertibles adquiridos por el FROB conforme al art. 10 del Real Decreto-ley 9/2009 por la DT Única de este Real Decreto-ley 18/2012.

Alberto Javier Tapia Hermida

3. Nueva Sentencia del Tribunal de Justicia sobre información privilegiada

Es interesante la contribución de la jurisprudencia europea con respecto a la delimitación de lo que constituye información privilegiada. En una anterior nota publicada en esta Revista ya se trató ese asunto [*vid.* SÁNCHEZ-CALERO, J., «Sentencia del TJCE sobre utilización privilegiada», *RDBB* 117 (2010), pp. 261-264]. Ahora nos encontramos ante la

Sentencia de la Sala Segunda del Tribunal de Justicia de 28 de junio de 2012 en el caso Markus Geltl contra Daimler AG (Asunto C-19/11) y que ha contado con la presencia de una pluralidad de partes, entre ellas varios Gobiernos europeos, junto con la Comisión Europea. El texto completo de la Sentencia puede consultarse en: <http://curia.europa.eu/juris/>. El asunto es importante y su doctrina será relevante.

En cuanto al origen, son las cuestiones prejudiciales que presentó el Tribunal Supremo alemán en noviembre de 2010 y que tuvieron entrada el 14 de enero de 2011 en el Tribunal de Justicia. Lo que se planteaba era la interpretación del concepto de lo que constituye «información concreta» de acuerdo con el juego combinado de la Directiva 2003/6/CE conocida coloquialmente como «abuso de mercado», y de la Directiva 2003/124/CE, a efectos de la aplicación de la anterior con respecto a la definición y revelación de lo que es información privilegiada.

El debate principal se refiere a la interpretación del art. 1 de La Directiva 2003/124, reproduciendo aquí los párrafos esenciales considerados por el Tribunal:

> «1. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, *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 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.
>
> 2. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá por "información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes", *la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión*».

Al incorporar estas disposiciones nos encontramos con lo dispuesto en el artículo 13, apartado 1 de la correspondiente Ley de Mercado de Valores alemana que también transcribo:

> «La información privilegiada es *la información de carácter concreto sobre circunstancias que no se han hecho públicas*, y que se refieren a uno o varios emisores de valores objeto de información privilegiada o a los propios valores objeto de información privilegiada, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización bursátil o el precio de mercado de dichos valores. *Se presume esa posible influencia cuando un inversor razonable tendría en cuenta la información para tomar sus decisiones de inversión*. También se consideran circunstancias de esa clase a los efectos antes previstos aquellas circunstancias que quepa esperar se producirán probablemente en el futuro [...]».

El debate se planteó por el conocimiento por el mercado de la sustitución del presidente del consejo de administración de Daimler y el tiempo que transcurrió entre la adopción de esa decisión y el conocimiento por el mercado. El reproche que hicieron determinados

inversores, encabezados por el Sr. Geltl, es que habían vendido con anterioridad al conocimiento de la sustitución del presidente del consejo de administración (que tuvo un efecto muy positivo para la cotización de las acciones de la sociedad cuando se conoció), y que por lo tanto consideraron que la publicación tardía de la noticia justificaba que solicitaran una indemnización.

Tras el correspondiente procedimiento, lo que hace el Tribunal Supremo es plantear dos cuestiones prejudiciales al Tribunal de Justicia:

> «1) A efectos de la aplicación del artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 y del artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, ante un proceso dilatado en el tiempo cuyo fin, a través de varias fases intermedias, es la materialización de una determinada circunstancia o la producción de un determinado hecho, ¿*ha de atenderse únicamente a si, con arreglo a las citadas disposiciones de las Directivas, la circunstancia o el hecho futuros deben considerarse información de carácter preciso, de modo que, en consecuencia, sea necesario comprobar si cabe esperar razonablemente que se produzcan dicha circunstancia o hecho futuros o, por el contrario, dado que se trata justamente de un proceso dilatado en el tiempo, también pueden constituir información precisa en el sentido de las citadas disposiciones de las Directivas las fases intermedias que ya se dan o se han producido y que están vinculadas a la materialización de la circunstancia o del hecho futuros*?
>
> 2) La expresión *«puede esperarse razonablemente»* que utiliza el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, ¿*requiere que exista una probabilidad alta o muy alta, o bien, en relación con circunstancias que pueden darse razonablemente o con un hecho que puede esperarse razonablemente que se produzca, debe entenderse que el grado de probabilidad depende de la amplitud de los efectos sobre el emisor y que, en caso de que la información pueda influir en gran medida en las cotizaciones, es suficiente que la materialización de la circunstancia o del hecho futuros sea incierta, pero no improbable*?».

La Sentencia responde a la primera cuestión prejudicial en los siguientes términos:

> «1) Los artículos 1, punto 1, 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), y 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado, deben interpretarse en el sentido de que, *tratándose de un proceso prolongado en el tiempo que pretende realizar cierta circunstancia o dar lugar a cierto hecho, pueden constituir información de carácter concreto en el sentido de esas disposiciones no sólo esa circunstancia o ese hecho sino también las fases intermedias de ese proceso que están ligadas a la realización de esa circunstancia o ese hecho*».

En cuanto a la segunda cuestión prejudicial señala:

> «2) El artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124 debe interpretarse en el sentido de que el concepto de "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" *se refiere a las circunstancias o los hechos futuros sobre los que, a partir de una apreciación global de los elementos de información ya disponibles, se pone de manifiesto una perspectiva real de que existirán o se producirán*. Sin embargo, no se debe interpretar ese concepto en el sentido de que requiere tener en cuenta la amplitud del efecto de esa serie de circunstancias o de ese hecho en la cotización de los instrumentos financieros afectados».

Juan Sánchez-Calero

4. Informe de la AMF sobre las Juntas Generales de las sociedades cotizadas

El objetivo de las normas que regulan la Junta general no es otro que el de establecer un marco legal seguro para la adopción de las decisiones más importantes en la vida de toda sociedad toda vez que, además, en Francia, la Junta tiene un marcado poder deliberatorio. El regulador francés, atendiendo a su función de protección del ahorro, ha centrado su atención en la capacidad de los accionistas de ejercitar sus derechos en el marco de la Junta general. Un grupo de trabajo impulsado por la Autorité des Marchés Financiers (AMF) presentó el pasado mes de febrero un Informe sobre las Juntas Generales de las sociedades cotizadas. Dicho grupo, bajo la presidencia de uno de los miembros de la AMF —Olivier Poupart-Lafarge— pero integrado por expertos de distintos ámbitos, empezó su andadura en mayo de 2011 y tenía como objetivo reflexionar sobre distintos temas y, concretamente, sobre el funcionamiento de la Junta, el derecho de información así como sobre las «operaciones reguladas», que tratan de prevenir situaciones de conflicto de interés. En efecto, el Informe parte de la idea de que el momento de celebración de la Junta se revela como un momento fundamental y privilegiado para obtener información e intercambiar opiniones entre los accionistas, sean estos accionistas individuales o institucionales. En ese contexto, se encomienda al grupo de expertos que formulen propuestas de reforma legislativas tendentes a dinamizar la Junta general sobre los siguientes temas: diálogo entre los accionistas y emisores con ocasión de la Junta, funcionamiento de la Junta y ejercicio del derecho de voto en relación con las convenciones reguladas.

Los expertos independientes consultados, los inversores institucionales, que participan en las Juntas de otros países (en especial, los americanos y británicos), han valorado positivamente el funcionamiento de las Juntas Generales de las sociedades cotizadas en Francia, lo que ha llevado al grupo de trabajo a no cuestionar los equilibrios actuales y formular tan sólo propuestas sobre algunos aspectos concretos.

El Informe presenta pues el resultado de los trabajos del grupo articulado en torno a cuatro ejes fundamentales.

La primera parte se centra en el diálogo entre los accionistas y los inversores, recordando la importancia que tiene la existencia de un diálogo permanente entre ellos con ocasión de la celebración de la Junta (envío regular de cartas a los accionistas, creación de comités

de accionistas o comités de comunicación). En el transcurso de la elaboración del Informe se valoró también la idoneidad de poner en marcha un Código similar al *Stewardship Code* británico publicado en 2010. Se considera que la posibilidad de que los accionistas puedan expresar o formular sus preocupaciones con ocasión de la Junta constituye un elemento fundamental para que exista ese diálogo efectivo; por ello, se señala que el diálogo nunca debe suspenderse sino que debe mantenerse siempre activo aun después de haber procedido al envío de todos los documentos. El Informe pone también el énfasis en la importancia que una buena preparación de la Junta tiene, para lo cual se sugiere que colaboren estrechamente en ello los administradores, el departamento jurídico y el financiero de la compañía.

Las propuestas que se formulan en torno a esta cuestión son diversas y se agrupan en torno a 6 grandes núcleos.

La primera propuesta busca fomentar el diálogo y la discusión con anterioridad y posterioridad a la celebración del debate. Se entiende, y he aquí la particularidad de la propuesta, que establecer mecanismos que permitan el debate con posterioridad a la celebración de la Junta puede servir para mejorar o tomar las medidas necesarias con vistas a la celebración de la siguiente Junta.

La segunda propuesta gira en torno a la conveniencia de generalizar aquella práctica consistente en anunciar en su página web en el momento de celebración de la Junta la fecha de la siguiente o siguientes reuniones. Asimismo, se señala la conveniencia de que se publiquen los estatutos de la sociedad en dicha página web.

El tercer grupo de propuestas gira en torno a las propuestas de inclusión de puntos en el orden del día por parte de los accionistas y establecer mecanismos que aseguren que se debaten conjuntamente todos aquellos temas que se refieran a los mismos aspectos.

El cuarto grupo de propuestas se centra en la redacción del orden del día, poniendo el acento en la necesidad e importancia de que éste se redacte con claridad, así como la conveniencia de que se publiquen en la página web las propuestas concretas sobre las decisiones a adoptar explicando los motivos y los riesgos que cada solución puede comportar.

El quinto se ocupa de la información relativa a la emisión de nuevas acciones. Información que, dentro de los límites de la confidencialidad propia de las operaciones financieras, debe ser objeto de publicación.

La última propuesta plantea la posibilidad de que se publique en la página web un resumen de la Junta, del debate que en ella se desarrolló.

El segundo gran núcleo de cuestiones gira en torno al ejercicio del derecho de voto, respecto al cual se formulan 7 propuestas.

En primer lugar, se señala la conveniencia de regular el derecho de abstención y de modificar el formulario del voto por correspondencia. El Informe señala que el derecho de abstención en el Ordenamiento francés se asimila al voto en contra, lo que plantea diversos inconvenientes, razón por la cual los expertos consideran conveniente consagrar un verdadero derecho de abstención, pues permitiría que los accionistas expresasen con mayor precisión su decisión. En opinión de los expertos, es técnicamente posible configurar el voto de abstención a pesar de las dificultades que podrían derivar de lo establecido en la Directiva de 13 de diciembre de 1976. Más aún, los expertos advierten que dicha solución no atentaría contra lo dispuesto en el reglamento de la Sociedad Anónima Europea.

A continuación, se sugiere la puesta en marcha de mecanismos que atribuyan mayor importancia a los inversores institucionales no residentes. Se insiste en la importancia que tiene el voto de los accionistas no residentes en las Juntas de las sociedades cotizadas especialmente. Es por ello por lo que se considera que deben tomarse medidas que garanticen que se toma en cuenta el voto de los accionistas no residentes. Cualquier reforma que se adopte en esta materia deberá tener en cuenta las particularidades de un mercado internacionalizado. La problemática que ello suscita no es nueva y al respecto, en el Ordenamiento francés y europeo, ya se han adoptado algunas medidas; pero el proceso es complejo y, por tanto, se hace necesario seguir trabajando y adoptando medidas que garanticen el ejercicio del derecho de voto por los accionistas no residentes.

Asimismo, se entiende que debería institucionalizarse la figura de un interlocutor —en el caso de los emisores institucionales de gran tamaño y con una base accionarial internacional— cuya principal función fueran las relaciones con los inversores institucionales para todas aquellas cuestiones relacionadas con la Junta general.

El tercer grupo de propuestas se ocupa del derecho de información de los accionistas no residentes y, más concretamente, del procedimiento para el ejercicio del derecho de voto y la transmisión de la documentación a los accionistas no residentes.

En este mismo contexto, se entiende que debería alinearse la información relativa a los inversores institucionales con la exigida para los accionistas residentes y, para ello, acompañar los formularios de voto de un fichero que incluya la identidad y derechos de voto de los accionistas afectados.

Se recomienda, asimismo, la puesta en marcha de una o varias plataformas de voto electrónico que permita un tratamiento rápido y fiable de los flujos de información entre emisores y accionistas. Dichas plataformas deberían habilitarse también para los accionistas no residentes y fomentar así el ejercicio del derecho de voto vía electrónica.

Se recomienda que se incorpore a los accionistas inscritos en el libro de socios la obligación de emitir un documento que certifique que se ha tomado en cuenta su voto.

Finalmente, debe valorarse la conveniencia de poner en marcha un sistema que permita al inversor final no residente conocer cómo se ha ejercido su derecho de voto.

El Informe se ocupa en el tercer apartado de la posibilidad de constituir una oficina o comisión permanente de la Junta general. Al respecto, se señala la conveniencia de instaurar la obligación legal de constituir dicha comisión, lo que en nada contravendría lo establecido en el Ordenamiento francés tal y como se deduce de lo dispuesto en los artículos 228-60-1, L 242-15 y 245-13 del Código de comercio, que establecen la necesidad de que miembros de la mesa de la Junta firmen las Actas tras la celebración de la Junta. Al respecto se formulan 6 propuestas distintas.

En primer lugar, se señala que la comisión debe estar presidida por el Presidente de la Junta e integrada por dos personas más (accionistas que detengan un porcentaje elevado de participación), quienes deben adoptar sus decisiones por mayoría.

Deben adoptarse medidas que prevengan y solucionen los eventuales conflictos de interés que puedan surgir para los integrantes de la oficina, así como establecer el sistema de nombramiento de suplentes para esos casos.

Consagrar el papel de policía que corresponde a la Comisión consistente en: asegurar el buen desarrollo de los debates asegurando que se dé una respuesta a las preguntas

planteadas por los accionistas y la gestión del tiempo de intervención; decidir, si ello fuera necesario, suspender la sesión momentáneamente; aplicar las normas relativas a la prohibición del ejercicio del derecho de voto.

Finalmente, deberá comprobar las situaciones que pudieran llevar aparejada una suspensión de los derechos de voto con el fin de transmitir esa información a la Mesa el día de la celebración de la Junta.

El último gran núcleo de propuestas gira en torno a las «operaciones o convenciones reguladas». Conviene advertir que éste constituye el grupo de cuestiones sobre el que se formula el mayor número de propuestas. En líneas generales, puede decirse que el grupo estima que el papel de los diferentes sujetos implicados en la aprobación y ratificación de esos acuerdos debe reforzarse. Todo ello podría hacerse partiendo de la actualización del trabajo realizado por el CNCC (auditores) en 1990 sobre esta materia. Cada compañía debería poner en marcha un procedimiento interno que permita determinar cuándo estamos ante una Convención y cuándo deben éstas someterse al procedimiento de las Convenciones regladas. Se invita a que el consejo de administración adopte sus decisiones de forma motivada justificando el interés de cada una de esas convenciones y las condiciones financieras de éstas debiendo someterse al control de los auditores; asimismo, se sugiere que el consejo de administración nombre un experto independiente que evalúe todas aquellas convenciones que puedan tener un impacto significativo en las cuentas de la sociedad. Se aconseja que se mejore su definición y ámbito de aplicación de las Convenciones, del que deben excluirse los acuerdos concluidos con filiales participadas al 100%, debiendo asimismo precisar la noción de «persona indirectamente relacionada». En sentido inverso, los acuerdos concluidos entre el órgano de administración y una filial deberían ser objeto de información en la Junta de la sociedad matriz. Se sugiere que se mejore el contenido de la información que se difunde en el Informe de los auditores para mejorar así la información disponible de cara a los accionistas.

Con posterioridad a la publicación del Informe (disponible en la página web de la AMF, <www.amf-france.org>), se abrió una consulta pública que concluyó el 31 de marzo. Una síntesis de las respuestas recibidas por la AMF en relación con el Informe ha sido publicada el 2 de julio y puede consultarse en la página web de dicho Organismo.

A partir de esa fecha, se establece que las propuestas que no requieran de una reforma legislativa serán consideradas como *«soft law»* cuya aplicación será recomendada por la AMF y, a más tardar, con ocasión de la celebración de las Juntas convocadas a partir del 1 de enero de 2013.

Isabel Fernández Torres

5. CIRCULAR DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE DEFENSA DE LA CLIENTELA

El artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, introdujo en nuestro ordenamiento el principio de la tutela normativa (y administrativa) de la clientela de las entidades de crédito. Aquel precepto tenía

un contenido esencialmente declarativo y habilitante, pero el tiempo lo ha convertido en el fundamento de una disciplina que, sobre todo a partir de su desarrollo reglamentario y de la indudable importancia que en la vida cotidiana ha alcanzado la contratación bancaria, ha alcanzado una enorme relevancia social, así como una complejidad técnica creciente. El desarrollo reglamentario inicial se concretó en la Orden de 12 de diciembre de 1989 y en la Circular 8/1990 del Banco de España. Esa concreción reglamentaria de la defensa de la clientela —a la que durante decenios ha acompañado una igualmente cualificada doctrina jurisprudencial— ha sido objeto de una profunda reforma a raíz de las disposiciones establecidas en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (LES).

El primer paso de ejecución de los principios introducidos por la LES se dio con la promulgación de la Orden EA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios [*vid.*, en esta Revista, la cuidada reseña que de la misma realizó MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A., *RDBB* 124 (2011), pp. 279-284]. El desarrollo y ejecución de la propia Orden se encomendaba al Banco de España, quien ha ejecutado tal habilitación por medio de la reciente, extensa e importante Circular 5/2012, de 27 de junio, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos (BOE de 6 de julio de 2012).

La Ley tiene un ámbito de aplicación delimitado objetivamente por la referencia a los «servicios bancarios» y desde un punto de vista subjetivo introduce una definición de clientes como personas físicas, con carácter general (*vid.* capítulo I). En cuanto a su restante estructura, es muy sencilla. El capítulo II se dedica a la información general al público. El capítulo III a la información precontractual, que en la contratación bancaria tiene una importancia sustancial, como expresa la minuciosidad de los preceptos de la Circular al respecto. El capítulo IV regula la información contractual y la información posterior al contrato.

El préstamo responsable es una de las innovaciones que en esta materia introdujo la LES y que significa, al igual que sucede en otros ordenamientos, atribuir a las entidades de crédito una responsabilidad vinculada con la adecuada evaluación de la solvencia de sus clientes (*vid.* capítulo V). Se trata de combatir el endeudamiento o sobreendeudamiento de sujetos que carecen de una suficiente capacidad a la hora de valorar las obligaciones que pudieran asumir en virtud de un contrato bancario y el impacto que ello podría llegar a tener sobre su situación patrimonial.

El capítulo VI introduce las definiciones y fórmulas de cálculo de los principales tipos de interés. Por último, el capítulo VII regula las informaciones que las distintas entidades de crédito deben presentar en los plazos y en la forma que allí se establecen, ante el Banco de España.

Si al contenido de esos capítulos de la Circular y a las correspondientes normas que les integran se añaden los nueve anejos que la completan, se advierte que las anteriores afirmaciones sobre la importancia que esta Circular (junto con la Orden de la que dimana) cobra para la contratación mercantil y para la defensa de los consumidores bancarios resultan justificadas. Si, además, tomamos en consideración que las prácticas bancarias suelen ser objeto de un especial seguimiento (por ejemplo, a través de las correspondientes Memorias del Servicio de Reclamaciones del Banco de España) podremos comprobar en poco tiempo si esa normativa logra alcanzar los objetivos que la inspiran.

Juan Sánchez-Calero

6. REGLAMENTOS COMUNITARIOS DE DESARROLLO SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. Antecedentes y contexto

En el DOUE de 30 de mayo de 2012 se publicaron 4 Reglamentos Delegados de la Comisión que se unen al Reglamento Delegado (UE) núm. 272/2012 (publicado en el DOUE de 28-3-2012) y que tienen como denominador común desarrollar distintos preceptos del Reglamento (CE) núm. 1060/2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia (en adelante ACCs) en la redacción dada por el Reglamento (CE) núm. 513/2011, en cuanto a las facultades de supervisión de la Agencia Europea de Valores y Mercados (AEVM) sobre las ACCs [ver nuestras noticias sobre el «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating")», en esta *RDBB*, 116 (2009), p. 306 y ss., y sobre las «Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de rating)», en esta *RDBB*, 123 (2011) pp. 295 y ss.]. Es preciso recordar que las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros y reaseguros, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), los fondos de pensiones de empleo y los fondos de inversión alternativa (FIA) solo podrán utilizar con fines reglamentarios calificaciones crediticias que hayan sido emitidas por ACCs establecidas y registradas en la UE o por ACCs establecidas fuera de la UE pero cuyas calificaciones hayan sido refrendadas bien por una ACC comunitaria o bien por ACCs extracomunitarias certificadas por la AEVM (arts. 4 y 5). Este proceso de registro, refrendo o certificación comporta para las ACCs comunitarias o extracomunitarias una serie de obligaciones de pago del coste de la supervisión pública y de transparencia que se establecen en el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 y se despliegan en los Reglamentos Comunitarios de desarrollo, que pueden ser agrupados en tres categorías de las que nos ocupamos a continuación.

2. Registro de las agencias de calificación crediticia: coste de la supervisión pública y trasparencia

La supervisión de las actividades de calificación crediticia que desarrollan las ACCs se encomienda, en la UE, a la AEVM, que cobrará las tasas de registro y supervisión previstas en el artículo 19 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 y desarrolladas en el Reglamento Delegado (UE) núm. 272/2012 de la Comisión, de 7 de febrero de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las tasas que deben pagar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Este Reglamento se ocupa, en general, de establecer el principio de recuperación de la totalidad de los costes de supervisión y el volumen de negocios aplicable para calcular las tasas respectivas. En particular, este Reglamento Delegado distingue dos tipos de tasas según las ACCs que deberán pagarlas: a) Las ACCs establecidas en la UE deberán pagar la tasa inicial de registro (art. 6) y las tasas anuales de supervisión (art. 5). b) Las ACCs establecidas en un Estado extracomunitario deberán pagar la tasa inicial de certificación (art. 8) y las tasas fijas anuales de supervisión (art. 7).

Las solicitudes de registro de las ACCs comunitarias ante la AEVM deben contener la información que se especifica en el Anexo II del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 (art.

15.1) y las solicitudes de certificación que presenten las ACCs extracomunitarias también deben contener una información análoga (art. 5.2.2, que se remite al art. 15). Pues bien, el Reglamento Delegado (UE) núm. 449/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las agencias de calificación crediticia establece las siguientes normas: a) En primer lugar, las normas que regulan la información que debe contener la solicitud de registro de las ACCs comunitarias que debe referirse al número de empleados, clase de calificaciones crediticias emitidas, políticas y procedimientos establecidos, estructura de la propiedad, recursos financieros, políticas y procedimientos en materia de personal y su retribución, emisión y revisión de las calificaciones crediticias, conflictos de intereses, programa de actividades, subcontratación y eventual uso del refrendo de calificaciones emitidas por ACCs extracomunitarias en el sentido del artículo 4.3 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009. b) En segundo lugar, las normas que regulan la información que debe contener la solicitud de certificación que presente una ACC extracomunitaria ante la AEVM, con especial referencia a la importancia sistémica que sus calificaciones y actividades puedan tener para la estabilidad financiera y la integridad de los mercados financieros de uno o varios Estados miembros.

3. Metodología utilizada por las agencias de calificación crediticia para elaborar sus calificaciones: evaluación pública de su conformidad

Las ACCs deberán emplear métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva conforme establece el artículo 8.3 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009. Estas previsiones genéricas han sido desarrolladas en el Reglamento Delegado (UE) núm. 447/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia. Esta evaluación se realizará por la AEVM, en todo caso, con ocasión del examen de las solicitudes de registro que efectuará conforme al art. 15 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 y, además, eventualmente, cuando lo estime oportuno para comprobar la conformidad permanente con aquellos principios de los métodos de calificación utilizados por las ACCs registradas. Por ello, las ACCs deberán poder demostrar, en todo momento, a la AEVM aquella conformidad de su metodología de calificación (artículos 2 y 3 del Reglamento Delegado (UE) núm. 447/2012). Las normas técnicas que establece este último Reglamento Delegado (UE) núm. 447/2012 desarrollan los criterios para evaluar la conformidad de un método de calificación utilizado por una ACC con las cuatro características exigibles conforme al art. 8.3 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009, a saber: a) El rigor de un método de calificación dependerá de que contenga controles y procesos claros y sólidos para su elaboración y aprobación que permitan su adecuada impugnación e incorporen modelos analíticos, hipótesis fundamentales y criterios que sean fiables, pertinentes y relacionados con la calidad. Las ACCs deberán enumerar y explicar detalladamente los factores cualitativos y cuantitativos utilizados en la aplicación de aquellos métodos, con especial atención a la función de revisión (artículo 4). b) El carácter sistemático de un método de

calificación exigirá que las ACCs lo apliquen en la formulación de todas las calificaciones de una determinada clase de activos o segmento del mercado, a menos que exista una razón poderosa para apartarse de los mismos (artículo 5). c) La continuidad de un método de calificación exigirá que se utilice, a menos que exista una razón objetiva para cambiarlo o interrumpir su utilización (artículo 6). d) La validación, a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva, de un método de calificación exigirá que las ACCs describan, entre otros factores, sus historiales de solidez y capacidad de predicción y el grado de desviación de las tasas reales de incumplimiento y pérdida (artículo 7).

4. Transparencia de las agencias de calificación crediticia: comunicaciones generales y periódicas

Las ACCs deberán comunicar a un registro central establecido en la AEVM información acerca de sus resultados históricos, incluida la frecuencia de la transición de sus calificaciones e información sobre calificaciones crediticias emitidas en el pasado y sobre los cambios en las mismas conforme establece el art. 11.2 y el Anexo I.E.II.1) del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 [en la redacción dada por el Reglamento (UE) núm. 513/2011]. Estas previsiones genéricas han sido desarrolladas en el Reglamento Delegado (UE) núm. 448/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia deberán comunicar a un registro central establecido por la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Estas normas técnicas se ocupan de tres aspectos: a) La estructura de la información, estableciendo los principios de notificación, las calificaciones crediticias que deben comunicarse clasificadas según se trate de calificaciones de empresas, de instrumentos de financiación estructurada o de deuda soberana y finanzas públicas (Capítulo II, artículos 2 a 6). b) El formato de la notificación, estableciendo los datos cualitativos, los datos de calificación y la modificación y anulación de los mismos, con su correspondiente historial (Capítulo III, artículos 7 a 10). c) El método de notificación, estableciendo los canales de información y transferencia de datos, los principios aplicables al intercambio de ficheros y periodos de información y el procedimiento de notificación (Capítulo IV, artículos 11 a 13).

Las ACCs deberán remitir a la AEVM —para posibilitar su supervisión permanente por dicha Autoridad— informes periódicos mensuales sobre los datos relativos a las calificaciones emitidas conforme establece el artículo 21.4.e) del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 [en la redacción dada por el Reglamento (UE) núm. 513/2011] e informes periódicos semestrales sobre las tasas de incumplimiento de sus categorías de calificación conforme establece el Anexo I.E.I.1 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009. Estas previsiones genéricas han sido desarrolladas en el Reglamento Delegado (UE) núm. 446/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre el contenido y el formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Estas normas técnicas establecen los principios de notificación que exigen que los informes se presenten con periodicidad mensual en el plazo de 15 días siguientes al vencimiento del periodo respectivo, los datos que deben

comunicarse, por remisión a los cuadros que figuran en el Anexo al Reglamento y los tipos de calificación por referencia a calificaciones de empresas, de instrumentos de financiación estructurada, de deuda soberana y finanzas públicas y de bonos y obligaciones garantizados. En cuanto a las calificaciones de instrumentos de financiación estructurada, las ACCs deberán ofrecer un detalle especial de las clases de activos consistentes en bonos de titulización de activos (ABS), bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS), bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS), obligaciones garantizadas por deuda (CDO), pagarés de titulización (ABCP) y otros instrumentos de financiación estructurada.

Alberto Javier Tapia Hermida

7. La simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital

El 23 de junio de 2012 se publicó en el BOE la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

Esta Ley 1/2012 incorpora al ordenamiento español la Directiva 2009/109/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE, del Consejo, y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones. El plazo para la transposición de la mencionada Directiva 2009/109/CEE vencía el pasado 30 de junio de 2011 y para evitar una excesiva demora se utilizó el recurso al Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo que, finalmente, ha derogado la Ley 1/2012.

Además de reformar diversos preceptos de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, la Ley 1/2012 aprovecha para reformar la Ley de Sociedades de Capital con el ánimo de proporcionar un tratamiento detallado del funcionamiento de la página web de las sociedades de capital, así como a la posible comunicación entre la sociedad y sus socios por medios electrónicos. Estas reformas son seguidoras del impulso europeo de simplificación y ahorro de costes a las sociedades. En materia de sociedades cotizadas definitivamente el legislador permite las limitaciones al derecho de voto en la junta general, si bien se imponen algunos condicionamientos.

En relación con las reformas introducidas en la LME hay que destacar la referencia a la página web de la sociedad como medio para hacer efectiva la publicidad, tanto previa como posterior a la adopción del acuerdo de fusión y escisión por las juntas generales de las sociedades participantes en las mismas.

El informe de expertos sobre el proyecto de fusión será necesario cuando participe en la fusión una sociedad anónima o comanditaria por acciones, frente al criterio anterior de exigirlo tan solo cuando la sociedad resultante tuviera estas condiciones. La Ley aclara que

este informe se divide en dos partes y que se podrá prescindir de la primera —referente a los métodos utilizados por los administradores para obtener el tipo de canje, los resultados a los que conducen y su opinión sobre la justificación del tipo de canje— cuando todos los titulares del derecho de voto así lo hubieran acordado. Con la reforma se constatan los diferentes destinatarios del informe de expertos, de manera que los socios no podrán excluir la realización de la parte que no se dirija a ellos.

La Ley modifica parcialmente el régimen de las fusiones especiales. Con respecto a la escisión de sociedades mercantiles, la reforma abona su ánimo simplificador porque cuando la escisión conlleve la constitución de nuevas sociedades y sus acciones, participaciones o cuotas se atribuyan a los socios de la sociedad escindida en proporción a sus derechos, no habrá que realizar ni informes de administradores sobre el proyecto de escisión, ni informes de expertos ni balance de fusión.

Por último, el legislador adecua la mención del derecho de separación en caso de fusión transfronteriza o de traslado de domicilio social al extranjero con referencia al Título IX de la Ley de Sociedades de Capital que se refiere a las sociedades de capital, en lugar de con referencia a lo dispuesto para las sociedades de responsabilidad limitada, como hacía con anterioridad.

Blanca Villanueva García-Pomareda

8. COMPLEJIDAD ÉTICA EN LOS FONDOS ESTRUCTURADOS

La proliferación de casos reales, no necesariamente con final judicial, sobre venta de productos financieros obliga a realizar algunas consideraciones previas al método del caso que se ha generalizado en nuestras escuelas de negocios. Y ello fundamentalmente porque la solución del caso como método para formar las decisiones del alumno puede adolecer de dos problemas fundamentales, que el alumno con experiencia en el sector financiero puede detectar inmediatamente. Uno es la confusión de planos entre la consecuencia jurídica (para la entidad principalmente), la ética corporativa (con lo conveniente para la propia entidad pero también para el propio empleado) y finalmente la ética personal del propio empleado considerada en su aspecto profesional (que no puede confundirse con la ética corporativa.

Otro es la situación ambigua del producto, no sólo en lo que se refiere a la complejidad o no del mismo, sino a la aplicación en ciertos casos de un punto de vista de un producto de consumo a algo que es un producto de inversión.

Probablemente lo mejor es acercarnos a un caso real de una entidad extranjera en España que tuvo arreglo extrajudicial. La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 fue ocasión para la denuncia generalizada del incorrecto comportamiento ético de ciertos empleados de banca, tanto que en buena medida pudiera sospecharse que, lejos de encontrarnos ante una práctica individualmente desviada, estábamos ante todo un proceso que afectaba al conjunto del sistema bancario. Como estos hechos se han repetido en ocasiones más recientes como la venta de las participaciones preferentes e incluso en salidas a bolsa de nuevos bancos procedentes de cajas, es justo preguntarse si estamos ante un problema general de comportamiento que afecta a todo el sistema financiero.

Me propongo abordar el asunto desde la perspectiva de la ética corporativa, pero no debemos perder de vista la evolución de las sentencias que han pasado de una fuerte tendencia procliente (vease por ejemplo la de 19 de enero de 2011 del Juzgado de Primera Instancia núm. 37 de Madrid, precisamente sobre un caso de cliente no totalmente inexperto en relación con Lehman Brothers) a mantener el principio de mantenimiento de los contratos, y me atrevería a apuntar que el único dato realmente relevante, aunque se requiere un análisis más detallado de este punto, es el nivel de formación del contratante(1).

Recientemente un penalista en un blog exponía un caso de resolución prejudicial(2), dando a entender que la rápida solución del caso se debía a la probable amenaza de acciones penales aunque hay razones para pensar, y así lo hacen la mayoría de los alumnos con conocimientos financieros, que de nuevo estamos sólo ante un caso de perfil del inversor(3).

En la descripción, donde evidentemente se dan afirmaciones discutibles en juicio, la empleada de una sucursal de un banco X convence a una inmigrante que había ahorrado hasta 30.000 euros mantenidos en la sucursal en depósitos sucesivos durante 10 años para que invierta ese dinero en unos fondos estructurados con rentabilidad de hasta el 7%. Aunque en la descripción se dice que se miente a la clienta sobre la imposibilidad de mantener depósitos más tiempo es razonable pensar que la dificultad estaría en el nulo interés de los productos presentes respecto a los que vencían.

Aceptada la inversión en julio de 2008 se supone que, tras un test de idoneidad MiFid vinculado a la clara labor de asesoramiento que se realizaba, en septiembre de 2008 se notifica a la inversora la pérdida completa de su inversión debido a la quiebra de quien garantizaba el fondo, Lehman Brothers. De la descripción del caso parece derivarse que en julio, ante la previsión de quiebra de Lehman, se colocaron los fondos del banco X a todos los posibles cliente de forma masiva. Dicho de otra forma, estamos muy cerca de una estafa(4).

Para aproximarnos a un caso de este tipo conviene seguir un camino que conduzca desde las exigencias legales, mínimo indudable del comportamiento, hasta el análisis de la actuación de la empleada, de la corporación y, si se quiere, y puestos a rizar el rizo, hasta los problemas sistémicos.

La descripción del blog me temo que puede llevar a alguna confusión de la que no sale fácilmente un lector lego en sistemas financieros pero sí alguien relativamente familiarizado con ellos. El blog habla de tóxico e inseguro pero realmente el fondo estructurado, aunque complejo, de ahí el juego del test, era seguro, como por ejemplo declaró Banif en un

---

(1) Sobre el giro o «desconcierto» en las Audiencias véase la nota publicada en esta Revista por TAPIA HERMIDA, A.J., «Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales sobre demandas de nulidad por error en la comercialización de productos financieros por los bancos» (*RDBB* núm. 124, 2011, pp. 273-275).

(2) <josemariadepablo.com>, «Una de bancos», 12 de junio de 2012.

(3) Aunque el blog no aclara producto ni banco, y en virtud de alguna sentencia como la citada en la siguiente nota, el producto bien pudo ser El «Bono 65-65 "4 yrs straddle on Dj Eurostoxx 50" con capital 100% protegido», ofrecido por Citibank.

(4) El Juzgado de Primera Instancia número 1 de Badajoz condenó el 11 del 12 de 2009 a Citibank en relación con unos bonos de Lehman, adquiridos anteriormente a la entrada en vigor de la normativa MiFid, precisamente en relación con la falta de asesoramiento que hubiese permitido el 12 de septiembre de 2008 recuperar a menos el 36% de la inversión.

caso similar[5]. Y lo era porque el fondo estaba garantizado no por un chiringuito financiero sino por uno de los bancos de mejor *rating* del mundo. Ahora bien, no puede ignorarse que el fondo estructurado tiene dos riesgos implícitos.

En primer lugar, el fondo estructurado estaba ligado a un índice, por lo que al estar sujeto a dicho subyacente, dependiendo de los niveles a los que llegase en la fecha de vencimiento, la inversora podría ganar o perder dinero Pero sobre todo el fondo estructurado estaba garantizado por Lehman. Si dicha entidad quebraba, el producto no estaba garantizado, perdiendo así la asesorada (Carmen en la descripción) todo su dinero.

Por lo tanto, la cuestión se desliza hacia la predecibilidad de la quiebra, lo que es un problema mayor de lo que parece, pues las recomendaciones de compra estaban avaladas por los principales bancos mundiales y no parece demostrable la convicción personal de la asesora, de los jefes de oficina y del banco en general de la inminente quiebra de la entidad con varios meses, máxime cuando el producto no se fabrica *ex profeso* para librarse de unos fondos bien considerados muy poco tiempo antes.

Sin embargo, es notorio que en julio de 2008, si bien no era predecible una quiebra, pues los rescates de bancos en idénticas situaciones se habían sucedido a lo largo del año, por cierto con notable apoyo público, sí era observable un grave deterioro de la situación de Lehman, hasta el punto de que se había producido una caída de su cotización en bolsa de casi el 90%, y esa situación era un hecho relevante conocido por el mercado pero que evidentemente no tenía por qué conocer la asesorada. El grave deterioro de la garantía debió comunicarse como un elemento de riesgo.

Si la quiebra no era previsible pero sí había un elemento continuado de deterioro nos veríamos entonces dirigidos hacia otra exigencia, que es el acompañamiento del asesoramiento de la inversión, el problema evidente es que en este caso es muy posible que la penalización por abandonar el fondo fuese notable y no pudiese enmendar el error de partida[6].

En este punto, e independientemente de analizar el resultado, la previsión del hecho que se produjo o el acompañamiento en el asesoramiento, incluso sin considerar un perfil u otro del inversor hay un dato muy llamativo que sitúa la profesionalidad de la asesora y por ende del banco por ella representado en muy mal lugar. Se trata de la elemental lección de diversificación de riesgos. El caso plantea una inversión de «todos los ahorros» de una persona que se colocan en un solo fondo; en las condiciones del mercado este riesgo no lo hubiera asumido un gestor medianamente competente respecto a sus propios bienes. La función del asesoramiento salta en este punto y el test de idoneidad se convierte en una falacia, surge así una sospecha evidente, que es la sustitución de la función de asesora por la de vendedora de un producto, sustitución que se realiza aunque evidentemente estamos

(5) Aunque la prensa en general se mostró dura con el comportamiento del banco que finalmente cubrió las pérdidas de los clientes. <http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/bolsa12/mercados-cotizaciones/noticias/778553/10/08/Banif-publicito-productos-de-Lehman-como-garantizados-y-sin-citar-al-banco.html>.

(6) En este sentido, en sentencia reciente el Juzgado de Primera Instancia número 13 de Madrid ha condenado con fecha 7 de mayo de 2012 a Bankinter a indemnizar a unos clientes con experiencia en inversiones a los que comercializó productos de Lehman Brothers en octubre de 2007. El motivo fue de nuevo la falta de acompañamiento en la inversión.

por la descripción del caso en una labor de asesoramiento. Las razones de esta sustitución son importantes, pues nos llevan a dilucidar si estamos ante un comportamiento carente de profesionalidad, carente de ética y que incumple la legalidad de un empleado, o bien ante un síntoma de un defecto en el comportamiento de la corporación.

Llegados a este punto es lícito preguntarse qué lleva a una empleada a una acción de este tipo que puede acabar en anulación del contrato, pérdida de prestigio para la entidad y que muestra una notable falta de profesionalidad.

Aquí, y al margen de impericias, desconocimientos de la garantía del producto (mucho más generalizada de lo que parece en algunos vendedores), el analista suspicaz, muy común entre quienes siguen el método del caso, tiende a buscar las razones de un comportamiento tan alejado de los parámetros que guían la conducta buscada por la ética corporativa. Y esas razones se encuentran fácilmente en dos puntos. Uno es directamente el *bonus* de la empleada, otro las instrucciones recibidas por la dirección inmediata, es decir, la presión.

Respecto al primero, si bien el *bonus* de una sola operación suele ser irrelevante un número muy elevado de ventas sí produciría un «incentivo» que, de no comprobarse suficientemente los test de forma organizada, nos mostraría un problema corporativo. Incentivar las ventas del producto sin más produce efectos como los presentados que dan lugar después a graves daños en la imagen corporativa y obligan en buen número de casos a la asunción de pérdidas.

Lo mismo ocurre si existe una presión no directamente traducible en *bonus* para la venta de un determinado producto en las oficinas. Es evidente que nunca se instruye específicamente para ignorar la legalidad o utilizar los test como mero formulario, pero el efecto es este necesariamente cuando la presión es excesiva y no hay control interno sobre a qué tipo de clientes se refiere la venta. Podría ser muy hipócrita, filisteo dirían los jóvenes románticos, enfocar un caso sobre la falta de ética de una sola empleada cuando la organización corporativa e incluso sistémica no sólo no disuade de ese tipo de comportamientos sino que los favorece (por supuesto nunca explícitamente).

José Miguel Serrano Ruiz-Calderón
Instituto de Estudios Bursátiles

9. NUEVO REGLAMENTO DEL FOLLETO Y DEMÁS DOCUMENTOS

Una de las iniciativas más transcendentes en el ámbito de la regulación de los mercados de valores por parte del Derecho europeo fue la tendente a la armonización de los requisitos de transparencia exigidos a las sociedades emisoras de valores. El núcleo de esta regulación quedó plasmado en su día en la Directiva 2004/109/CE, que a su vez modificó algunas disposiciones anteriores. En el desarrollo de esa Directiva se aprobó el Reglamento núm. 809/2004. Con fecha 30 de marzo de 2012, la Comisión Europea ha aprobado el Reglamento Delegado núm. 486/2012, por el que se modifica el anterior Reglamento, en lo que se refiere al formato y al contenido del folleto, del folleto base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales en cuanto a los requisitos de información (DOUE L 150, de 9 de junio 2012, pp. 1-65).

El nuevo Reglamento establece alguno de los principios conforme a los que debe elaborarse el citado folleto, introduciendo nuevos requisitos y eliminando algunos precedentes.

En concreto cabe destacar los siguientes considerandos:

«(5) A fin de evitar que las condiciones finales de un folleto de base contengan información que deba aún ser aprobada por las autoridades competentes, *el folleto de base debe incorporar toda la información de la que disponga el emisor en el momento de la elaboración del folleto*.

(6) Resulta oportuno disponer que el folleto de base pueda prever opciones en lo que respecta a toda la información exigida por los esquemas y módulos pertinentes de la nota sobre los valores. *Las condiciones finales deben especificar seguidamente*, mediante remisión a las oportunas secciones del folleto de base o reproducción de dicha información, *cuáles de esas opciones resultan aplicables a la emisión considerada*. Procede permitir la inclusión en las condiciones finales, si se considera de utilidad para los inversores, de información adicional sin relación con la nota sobre los valores. Resulta oportuno que tal información adicional se defina en el presente Reglamento.

…

(8) *La nota de síntesis debe proporcionar a los inversores información fundamental*, según lo previsto en el artículo 5, apartado 2, de la Directiva 2003/71/CE. A tal fin, la nota de síntesis referente a una emisión dada *debe aunar aquella información de la nota de síntesis del folleto de base que solo resulte pertinente para esa emisión concreta con las partes correspondientes de las condiciones finales*. Resulta oportuno que la nota de síntesis relativa a la emisión concreta figure aneja a las condiciones finales.

(9) En lo que respecta a los *valores vinculados a un activo subyacente, o garantizados por un activo subyacente, resulta oportuno que el folleto de base revele toda la información sobre el tipo de activo subyacente ya conocida en el momento de la aprobación de dicho folleto*. Por tanto, en las condiciones finales solo deben incluirse datos relativos a ese activo subyacente específicos a la emisión, pues la elección del activo subyacente puede verse influida por las condiciones del mercado.

…

(13) De acuerdo con lo previsto en el artículo 7, apartado 2, letra e), de la Directiva 2003/71/CE, *un régimen proporcionado de información debe tener debidamente en cuenta el tamaño de los emisores y favorecer a las entidades de crédito que emitan los valores no participativos* a que se refiere el artículo 1, apartado 2, letra j), de la citada Directiva y que opten por someterse al régimen de esta. En particular, *resulta oportuno* que *las pequeñas y medianas empresas, las sociedades con reducida capitalización de mercado y las entidades de crédito antes mencionadas puedan elegir entre el empleo de esquemas con requisitos proporcionados y la aplicación de un régimen de divulgación completa*.

…

(15) *Procede que, en aquellos casos en que no sea preceptivo el folleto* con arreglo a la Directiva 2003/71/CE, *se informe de ello a los inversores mediante anuncios*, salvo que el emisor, el oferente o la persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado opte por publicar un folleto que se atenga a lo dispuesto en la Directiva 2003/71/CE y en el presente Reglamento».

Juan Sánchez-Calero

10. LEGITIMACIÓN DEL ACCIONISTA PARA LA IMPUGNACIÓN DE ACUERDOS

El pasado 18 de junio de 2012, la Sala Primera de lo Civil, del Tribunal Supremo dictó sentencia en relación al recurso 351/2012. En dicho recurso se plantea al Tribunal la impugnación de la Junta Universal de Socios de la Sociedad Limitada Santamaría Ibarra, celebrada el 24 de febrero de 2004, y del único acuerdo adoptado en la referida Junta Universal por el que se establece la ampliación del capital social, solicitándose, también, la oportuna modificación estatutaria y de los asientos del Registro Mercantil en todo aquello que afecte a la cuantía del capital social.

En esta Sentencia el debate se centra en si las recurrentes, quienes han adquirido la condición de socio tras la adopción del acuerdo que se pretende impugnar, gozan de legitimación activa para solicitar la impugnación de los acuerdos sociales, o si, por el contrario, es preciso ostentar tal condición en el momento de celebrarse la Junta y de adoptarse el acuerdo social.

En los antecedentes de hecho se señala que el 12 de septiembre de 2007 las actoras adquieren la condición de socias de la sociedad Santamaría Ibarra, en virtud de una donación efectuada por su madre, la Sra. Coro, adquiriendo las recurrentes la nuda propiedad de las participaciones sociales de las que era titular su madre, y conservando ésta el usufructo de las mismas.

Meses más tarde, el 12 de febrero de 2008, las actoras impugnan la Junta Universal de socios celebrada el 24 de febrero de 2004, alegando la simulación de la referida Junta, pues, a su juicio, nunca se llegó a celebrar. Las actoras niegan que su madre, socia mayoritaria en el momento de celebración de la Junta, haya asistido a la misma y renunciado en ella a sus derechos de adquisición preferente en beneficio de uno de sus hijos. Y es que, conforme al artículo 48.1 LSRL, para la válida constitución de la Junta Universal de socios es preciso que esté presente o representado la totalidad del capital social, y que tanto el orden del día como los acuerdos se adopten por unanimidad. Considerando impugnable dicho acuerdo por ser contrario al orden público.

En primera instancia se interpuso demanda de juicio ordinario ante el Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Bilbao, en la que se solicitaba la nulidad de la Junta Universal de socios y del acuerdo de ampliación de capital adoptado en la mencionada Junta, así como la cancelación de la inscripción de dicho acuerdo social y de los asientos posteriores que resulten contradictorios.

El Juez de lo Mercantil desestimó las pretensiones de las actoras por considerar que estas carecían de legitimación activa para impugnar la Junta Universal de socios, al no gozar, en el momento de la celebración, de la condición de socios. En la Sentencia se estima, además, que tampoco ostentaban la condición de tercero legitimado para poder impugnar dicho acuerdo pues, en el momento de celebrarse la Junta, quien disfrutaba de la titularidad de las participaciones, y por tanto de legitimación para ejercitar la impugnación, decidió no hacerlo.

Posteriormente, la sección 4.ª de la Audiencia Provincial de Vizcaya desestimó el recurso de apelación por considerar probado que la Sra. Coro, socia mayoritaria en el momento de celebración de la Junta Universal, conocía la ampliación de capital social acordada en la meritada Junta. De modo que, si estando legitimada activamente optó en ese momento por no impugnar ni la celebración de la Junta Universal de socios ni el acuerdo de ampliación de capital social en ella acordado, quienes posteriormente han adquirido la nuda propiedad de las participaciones carecen de legitimación para impugnarlos ahora, invocando a tal efecto la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de octubre de 1993.

Tres fueron los motivos alegados en la tramitación del recurso de casación: en primer lugar infracción del artículo 56 LSRL y 117 TRLSA, por negarse a las actoras legitimación activa para solicitar la impugnación de la Junta Universal de socios y el acuerdo de ampliación del capital social acordado en la referida Junta. El segundo de los motivos señalados se basa en la infracción de los artículos 12, 43, 47, 48, 49, 51, 53, 54, 71 y 75 LSRL y 6 CC, por considerar que la sentencia no tiene en cuenta la nulidad radical absoluta de las normas imperativas y prohibitivas, a la vez que entiende que concurre una supuesta renuncia de derechos sin los debidos requisitos «de claridad, contundencia e indiscutibilidad». El tercer motivo de casación se centra en la infracción de los artículos 56 LSRL, 115 y 116 LSA y 6 CC, así como de la jurisprudencia que entiende que la caducidad de las acciones de impugnación no opera cuando el motivo de la impugnación es la contravención del orden público.

En la Sentencia objeto de estudio el Tribunal se centra en el primero de los motivos alegados, esto es, la infracción de los artículos 56 LSRL y 117 TRLSA. A estos efectos, en el recurso de casación se señalaban las Sentencias del Tribunal Supremo de 30 de enero de 2002, 15 de abril de 1998 y 19 de diciembre de 1984, según las cuales «para gozar de legitimación activa para impugnar acuerdos sociales, no sería necesario reunir la condición de socio o accionista al tiempo de celebrarse la junta en la que se adoptaron los acuerdos impugnados».

El artículo 56 LSRL, relativo a la impugnación de los acuerdos de la Junta General en las Sociedades de Responsabilidad Limitada, se remite a lo establecido para la impugnación de los acuerdos de la Junta General de accionistas en la Ley de Sociedades Anónimas. En este sentido el artículo 117 TRLSA atribuye legitimación para impugnar los acuerdos nulos a todos los accionistas, los administradores y cualquier tercero que acredite un interés legítimo.

El Juzgado de lo Mercantil y la Audiencia Provincial, a la vista de este precepto, entendieron que las actoras carecían de legitimación activa para interponer la acción de impugnación por no ostentar la condición de socias al momento de celebración de la Junta y de adopción del acuerdo de aumento del capital social. Sin embargo, al igual que ocurrió

en el supuesto de hecho de la Sentencia 908/1993, de 9 de octubre, se niega la legitimación activa de las actoras, no porque no tuvieran la condición de socios en el momento de adoptarse el acuerdo, sino porque no se ha alegado un interés legítimo. El Tribunal señala que «el art 117.1 TRLSA reconoce legitimación para impugnar un acuerdo adoptado por la junta de socios de una sociedad anónima o limitada a cualquiera que ostente un interés legítimo, aunque presume en todo caso este interés en el caso de los socios y de los administradores. Si el actor invoca su condición de socio, ya no tiene que justificar su «interés legítimo», sino únicamente que goza de tal condición. Si se trata de un tercero tiene que invocar en la demanda su «interés legítimo» para que pueda ser contradicho por la sociedad demandada». De modo que, dado que las actoras sólo han invocado su condición de socios para justificar su legitimación, no cabe considerar ahora otro interés legítimo en el que basar su legitimación.

Especifica además la Sentencia que, puesto que las actoras basan su legitimación en su condición de socios, es preciso advertir que el artículo 117.1 LSA, al hablar de los accionistas (socios en el caso de las Sociedades de Responsabilidad Limitada), se refiere a quienes ostentan tal condición en el momento de celebrarse la Junta o de adoptarse el acuerdo impugnado y lo siguen siendo en el momento en que se ejercita la acción de impugnación, transmitiéndose con las participaciones la legitimación para impugnar. Sin embargo, quien fuera socio en el momento de celebrarse la Junta o de adoptarse el acuerdo, pero no lo sea al ejercitar la acción, podrá solicitar la impugnación del acuerdo siempre y cuando alegue un interés legítimo en el momento de proceder a la impugnación.

Concluye fallando la Sentencia que las actoras, al adquirir la nuda propiedad de las participaciones sociales, adquirieron la legitimación para impugnar la celebración de la Junta Universal celebrada antes de que obtuvieran dicha condición, reconociendo a las actoras legitimación activa para ejercitar la acción de impugnación en su condición de titulares de la nuda propiedad de las participaciones sociales. Sin embargo, y pese a estimar el primero de los motivos alegados en el recurso de casación, el Tribunal confirma el fallo de la sentencia recurrida en apelación, y no revoca la sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Vizcaya. Y es que, en casación, este Tribunal se halla vinculado por la valoración de la prueba practicada en la instancia, y a la vista de los hechos declarados probados por dicha Audiencia, se considera demostrada la existencia de la Junta Universal de socios y la participación de Dña. Coro en la misma, de modo que no se puede apreciar la nulidad de la Junta Universal de socios.

Elisa Pilar Lucas Martín

11. *PROXY ADVISORS*: PROPUESTAS PARA UNA FUTURA REGULACIÓN

El movimiento a favor de una mayor implicación de los accionistas en la preparación y celebración de las juntas generales en sociedades cotizadas ha revestido de protagonismo a las entidades que se dedican al «asesoramiento de voto». La aparición de estas entidades revela la creciente complejidad que cobran la organización y el funcionamiento de las juntas en las sociedades cotizadas y la preocupación por un ejercicio efectivo del derecho de voto.

La actividad de los *proxy advisors* ha concitado especial atención en numerosos mercados y no podía ser ignorada entre nosotros. Desde un punto de vista jurídico, la pregunta fundamental era la de la normativa aplicable a esas entidades y, dado que ésta no existe, la conveniencia de su adopción y, en tal caso, con qué naturaleza y alcance. En el último *Boletín de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*, trimestre II, 2012 (*vid.* pp. 112 a 127) se recoge una referencia interesante a los trabajos impulsados por la propia Comisión en esta materia (su texto completo puede consultarse en <http://www.cnm*vid*.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_CNMV_II-2012_web.pdf>).

La CNMV constituyó un grupo de trabajo que elaboró un documento presentado el pasado 16 de abril de 2012 y cuyo resumen se recoge en el citado Boletín. De este resumen se desprende cuál es la actividad de los *proxy advisors* y los principales problemas que plantea. Se cierra con un planteamiento acerca de las «alternativas de regulación» para esas entidades, que estarían constituidas por las siguientes opciones: a) no tomar ninguna medida, de tipo vinculante o no; b) fomentar la aprobación de un código de conducta de adhesión voluntaria; c) impulsar la adopción en la Unión Europea a través de un código de recomendaciones no vinculantes y, d) regular esa actividad mediante el establecimiento de un sistema europeo de registro y supervisión así como mecanismos normativos que incentivaran una gestión adecuada de los conflictos de interés, una mayor transparencia y un mayor rigor metodológico.

La conclusión del Grupo de expertos se orienta a que sea la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) la que formule un Código dirigido a los *proxy advisors* y sujeto al principio de «cumplir o explicar». En el Código se abordarían las que se consideran cuestiones fundamentales de esa actividad: los conflictos de interés y la calidad técnica de las recomendaciones. En cuanto a los primeros, su evitación pasaría por el cumplimiento de obligaciones de información acerca de la estructura de propiedad de esas entidades, sus fuentes de ingresos, las directrices generales de voto y la forma de gestionar los conflictos de interés.

Con respecto a la calidad técnica de las recomendaciones, el futuro código podría ocuparse de la cualificación profesional de quienes prestan servicios en esas entidades o de la entrega del borrador de las recomendaciones del emisor antes de su publicación.

La contribución española se enmarca en el debate europeo sobre esta materia, que impulsa la citada ESMA, que publicó en marzo un documento titulado «An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options» (disponible en <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-212.pdf>), y ya ha anunciado que a finales de 2012 publicará su posición en esta materia y se pronunciará sobre la conveniencia de regulación.

Juan Sánchez-Calero

12. DICTAMEN DEL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. Antecedentes y contexto

En el DOUE de 21 de junio de 2012 se ha publicado el Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del

Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) núm.1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia» [COM/2011 747 final, 2011/0361 (COD), 2012/C 181/13, DOUE C 181, 21-6-2012]. Esta Propuesta de Reglamento dictaminada por el CESE viene a modificar aspectos fundamentales del Reglamento (CE) núm. 1060/2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia (en adelante ACCs) que ya fue modificado por el Reglamento (CE) núm. 513/2011, en cuanto a las facultades de supervisión de la Agencia Europea de Valores y Mercados (AEVM) sobre las ACCs [ver nuestras noticias sobre el «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating")», en esta *RDBB,* 116 (2009), p. 306 y ss., y sobre las «Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de rating)», en esta *RDBB,* 123 (2011) pp. 295 y ss.].

En efecto, en noviembre de 2011, la Comisión Europea presentó una propuesta de cambio sustancial del Reglamento sobre las ACCs que incidirá en los siguientes aspectos: reducción de la excesiva dependencia de los ratings por parte de las autoridades, entidades financieras e inversores, aumento de la transparencia y de los requisitos aplicables a los ratings de bonos soberanos, aumento de la diversidad e introducción de criterios más estrictos de independencia de las agencias de rating, introducción de la responsabilidad civil para dichas agencias, rigor en su metodología y fomento de la visibilidad de las agencias pequeñas y mejora de la comparabilidad de los ratings (sobre la «Propuesta de modificación de la normativa comunitaria sobre agencias de rating» ver el Recuadro 1 del Boletín trimestral 1/2012 de la CNMV, pp. 21 a 23; ver también el Dictamen del Banco Central Europeo de 2 de abril de 2012, COM/2012/24, 2012/C 167/03, DOUE C167, 13-6-2012).

2. Aspectos generales del Dictamen del CESE

El Dictamen parte de dos presupuestos que son: primero, los mercados por sí mismos son incapaces de autorregularse, por lo que es fundamental introducir las normas más estrictas posibles, acompañadas del control público consiguiente. Las ACCs desempeñan un papel esencial en los mercados financieros mundiales, por lo que es fundamental que la calificación crediticia se realice con integridad, transparencia y responsabilidad.

Partiendo de lo anterior, y sin perjuicio de reconocer que el Reglamento vigente de 2009 ha sido positivo, el CESE critica a la Comisión Europea por haber reaccionado tarde y mal, ya que los fines de la regulación de las ACCs no son lo suficientemente ambiciosos.

El CESE se muestra particularmente crítico con las ACCs, de las que destaca un «memorial de agravios» en el que expone los errores más destacables desde que la ciudad de Nueva York recibiera en 1975 una calificación muy favorable la víspera del anuncio de quiebra hasta que en 2008 concedieran unánimemente la mejor calificación a bancos y fondos con títulos especulativos, destacando el caso de la compañía aseguradora estadounidense AIG.

Dado que el CESE considera que la radicación de las ACCs en los EE.UU. y los múltiples conflictos de intereses a los que están sujetas minan decisivamente la credibilidad de sus calificaciones, reclama de la Comisión Europea la creación de una ACC europea independiente. En este sentido, destaca el acuerdo adoptado por el Comité —que obra como Anexo a su Dictamen— en el sentido de estimar que la Comisión tiene que establecer

una agencia de calificación europea independiente en los siguientes términos: «El CESE estima que, al intentar mejorar la calidad, la transparencia, la independencia, la pluralidad de opiniones y la competencia a la hora de ofrecer calificaciones, la Comisión tiene que establecer una agencia de calificación europea independiente que publique calificaciones independientes (las cuales pagaría el emisor), pero que no ofrezca calificaciones soberanas, con el fin de eludir toda acusación de conflicto de intereses».

3. Aspectos específicos del Dictamen del CESE

a) Tras constatar las deficiencias de las calificaciones de deuda soberana por las ACCs y los efectos negativos sobre la capacidad de financiación de los países en los mercados financieros, el CESE propone que el Reglamento de 2009 se modifique prohibiéndoles emitir dichas calificaciones soberanas.

b) Tras constatar los conflictos de intereses manifiestos en los que se encuentran sumidas las ACCs como consecuencia de su propia estructura de propiedad y de su modelo de negocio en el que sus retribuciones proceden de los propios emisores que califican, el CESE propone mejorar la transparencia de los propietarios de dichas ACCs e intensificar las reglas de rotación de las ACCs respecto de los emisores y de su propio personal, al tiempo que apoya la supervisión de la remuneración de los analistas y su desvinculación respecto de los resultados de sus calificaciones.

c) Tras constatar que los errores flagrantes de las ACCs en sus calificaciones no se han reflejado en la asunción de responsabilidades proporcionadas, el CESE pone un énfasis especial en los mecanismos de responsabilidad a dos niveles: primero, responsabilidad administrativa promoviendo que se impongan sanciones a los directores y gerentes de las autoridades europeas e internacionales de supervisión de los mercados financieros que incumplan sus obligaciones. Segundo, responsabilidad civil, poniendo un especial énfasis en que tanto los consumidores como los emisores calificados puedan exigírsela a las ACCs, si bien el CESE expresa sus dudas sobre la eficacia del Reglamento propuesto por la Comisión para cambiar la actual situación de relativa impunidad.

d) Tras constatar la excesiva dependencia de las instituciones financieras respecto de las calificaciones crediticias, el CESE considera necesario potenciar la obligación de aquellas instituciones de utilizar calificaciones internas de solvencia que permitan contrastar y, en su caso, contrarrestar las calificaciones externas emitidas por las ACCs. En este sentido, también considera imprescindible la mejora de la transparencia de los métodos que utilizan las ACCs y las calificaciones crediticias que emiten tanto en tiempo real como en sus respectivas series históricas.

4. Conclusión

El CESE considera que la cuestión de las ACCs no es sólo jurídica sino también política y propone prohibirles emitir calificaciones sobre la deuda soberana y ampliar el mandato del BCE en este aspecto.

De lo anterior se deduce que el CESE, con ocasión de su Dictamen sobre esta propuesta de Reglamento, se ha mostrado particularmente crítico no sólo con las agencias de calificación crediticia, de las que expresa sus dudas —o, más bien, sus certidumbres negativas— sobre su independencia, propiedad, credibilidad, responsabilidad, modelo de

remuneración, metodología, etc.; sino también con la propia Comisión Europea, a la que acusa de haber reaccionado tarde e insuficientemente frente a los abusos cometidos por aquellas agencias.

Alberto Javier Tapia Hermida

13. LA OCDE Y LAS OPERACIONES VINCULADAS

En la regulación del deber de lealtad de los administradores ha merecido especial atención el establecimiento de un deber de información y eventual autorización o abstención para supuestos de operaciones con partes o personas vinculadas con el propio administrador (*vid.* artículos 229.2 y 231 de la Ley de Sociedades de Capital). Este principio se ha visto completado dentro del movimiento del buen gobierno corporativo, buscando concretar aquellos aspectos del régimen de las operaciones vinculadas que aseguren la eficacia de los principios legales favorables a la primacía del interés social. Así, nos encontramos con la Recomendación 8 del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), que establece en su apartado c como competencia del Consejo la consistente en aprobar las «operaciones vinculadas», siendo recomendable igualmente que ese acuerdo hubiere contado con el informe favorable previo del Comité de Auditoría (en los términos previstos de manera específica por la Recomendación 52.c CUBG).

En relación con las operaciones vinculadas, en abril de 2012 se presentó por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) el Documento titulado «Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights» y se puede consultar en: <http://www.oecd.org/dataoecd/28/29/50089215.pdf> (*vid.* igualmente una reseña del mismo en CONAC, P.-H., *Revue des Sociétés* núm. 7-8, 2012, pp. 466-468). Se trata de un estudio que, al igual que otros documentos precedentes, persigue analizar el cumplimiento de determinados aspectos de los Principios de Gobierno Corporativo aprobados en su versión actual en 2004 por la misma OCDE sobre la base de análisis comparado de la situación en una pluralidad de Estados. Se trata de una investigación que entronca con el Principio VI.D.6, que encomienda al Consejo la vigilancia y la gestión de potenciales conflictos de interés de los directivos, de los miembros del Consejo y de los accionistas, lo que incluye el abuso de bienes sociales o el abuso en operaciones vinculadas.

En el sumario con el que se abre el Documento, se recuerda la enorme importancia que cobra que la aprobación por el Consejo de operaciones vinculadas haya sido precedida del informe favorable de una Comisión integrada por consejeros independientes. Preocupa especialmente la efectiva independencia de esos consejeros con respecto a los accionistas de control. Se recoge que, para hacer frente a este riesgo, la evolución internacional ofrece tres alternativas: a) reconocer a los accionistas la competencia de aprobar determinadas transacciones, excluyendo del voto a los accionistas interesados; b) reconocer a los accionistas minoritarios el poder de nombrar directamente a un miembro del Consejo y, c) por último, en algunos ordenamientos se establece un deber fiduciario del accionista de control con respecto a los demás accionistas y a la propia sociedad, de manera que la aprobación por aquél de una operación vinculada abusiva o lesiva para esos intereses implicaría una infracción de ese deber.

Otro aspecto relevante que se destaca se refiere a las operaciones vinculadas con otras sociedades del grupo. Se parte de la circunstancia frecuente en muchos mercados (las excepciones conocidas son el Reino Unido, Estados Unidos y Australia) consistente en la coincidencia de los grupos de sociedades y una propiedad concentrada del capital. En esa situación, las operaciones vinculadas suelen establecerse con los accionistas de control de la sociedad o con otras sociedades pertenecientes al mismo grupo. Estas últimas implican un riesgo relevante y por ello se destaca la solución adoptada en algunas legislaciones y por la jurisprudencia correspondiente a la hora de proclamar que los administradores de una sociedad tienen también un deber hacia el grupo de sociedades. Alternativamente, otros Estados han establecido la responsabilidad de la sociedad dominante por los daños que pueda causar a otras sociedades del grupo. Nos encontramos ante uno de los desafíos para la futura revisión de los propios Principios de la OCDE que, como es notorio, están diseñados con respecto a una sociedad individual (con independencia de su integración o no en un grupo). Parece que se abre camino la posible incorporación del denominado interés del grupo a la hora de evaluar las operaciones vinculadas, lo que no resulta sencillo (en la bibliografía más reciente, *vid.* GILOTTA, S., «Interesse di grupo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile», *Giurisprudenza Commerciale* núm. 2, 2012, pp. 254-274). Igualmente, partiendo los Principios de la regla de paridad de trato de los accionistas, la presencia de accionistas de control obliga a su revisión.

El documento de la OCDE incluye una investigación más detenida de la regulación y práctica de las operaciones vinculadas en cinco Estados: tres de ellos son pertenecientes a la Unión Europea (Bélgica, Italia y Francia).

Juan Sánchez-Calero

14. LA RESPONSABILIDAD POR EL DESCUBIERTO OCASIONADO POR UNO DE LOS COTITULARES DE UNA CUENTA CORRIENTE INDISTINTA

En esta nota analizaremos cómo resuelve la jurisprudencia la cuestión de quién debe responder del descubierto causado en una cuenta corriente conjunta o indistinta y, en concreto, si se puede exigir a uno de los cotitulares que responda del descubierto causado por el otro cotitular.

El problema es relativamente frecuente y ha llamado la atención del Servicio de Reclamaciones del Banco de España, que en sus Memorias correspondientes a los ejercicios 2009, 2010 y 2011 se ha planteado si resulta o no ajustado a las buenas prácticas bancarias el que una entidad financiera exija a un cotitular indistinto el descubierto que obedece a actos de disposición efectuados exclusivamente por el otro cotitular.

En la página 138 de la Memoria del ejercicio 2011 (publicada el pasado 30 de julio) puede leerse lo siguiente:

> «En estos casos, en los que, además, la cuestión no resulta pacífica ni para la doctrina ni para nuestros tribunales de justicia, el Servicio de Reclamaciones con-

sidera que estos últimos son los que, en su caso debieran resolver la cuestión, pues son los únicos con competencias y medios para valorar, en sus justos términos y a la luz de los principios de la buena fe: el alcance de los pactos contractuales suscritos por las partes; el origen del descubierto; la cuantía del descubierto y su reiteración; el grado de conocimiento que sobre las disposiciones habidas en descubierto tenía el otro cotitular; la existencia, o no, en otras ocasiones de descubiertos en la cuenta y su regularización, así como cualesquiera otras circunstancias que tengan a bien considerar».

En definitiva, para el Banco de España no cabe afirmar de manera genérica y en términos absolutos que los titulares de una cuenta indistinta responden *en todo caso* del descubierto ocasionado por uno de ellos, sino que los Tribunales deben analizar las circunstancias *de cada caso* para resolver la cuestión.

La jurisprudencia no es uniforme: en unos casos nuestras Audiencias Provinciales han estimado las demandas presentadas por las entidades financieras contra ambos cotitulares, mientras que en otras ocasiones han desestimado la demanda respecto del cotitular que no había causado el descubierto, dependiendo de las circunstancias del caso.

Como enseguida veremos, en última instancia todo depende en gran medida del grado de participación y de conocimiento que el otro cotitular tuvo en el descubierto, de forma que si fue completamente ajeno al mismo por lo general no resulta condenado.

A) Sentencias que condenan a ambos cotitulares

1. Sentencia de la Sección 14.ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 21 de abril de 2009 (JUR 2010/280643)

En este asunto, los cotitulares de la cuenta eran un matrimonio que decía haberse separado de hecho un año después de ocurrido el descubierto, lo cual no quedó probado, puesto que el marido recogió la demanda en el domicilio familiar que teóricamente había abandonado.

Además, el banco remitía todas las comunicaciones a dicho domicilio, donde vivía la esposa, y las tarjetas VISA con las que se ocasionó el descubierto se suscribieron constante matrimonio —la primera apenas dos días después de abrirse la cuenta—, por lo que la Audiencia de Madrid consideró «inverosímil» el desconocimiento invocado por la esposa y la condenó.

2. Sentencia de la Sección 5.ª de la Audiencia Provincial de Las Palmas de 31 de marzo de 2008 (JUR 2008/162624)

Esta sentencia se limita a citar otras, a las que enseguida nos referiremos. No constan los detalles del caso, aunque parece que la condena a la esposa codemandada se basó en la actitud pasiva que mantuvo a lo largo de los once años que estuvo abierta la cuenta.

3. Sentencia de la Sección 20.ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 3 de julio de 2006 (JUR 2007/17218)

En este asunto la cotitular de la cuenta conocía la existencia de la tarjeta VISA con la que se produjo el descubierto y había consentido otros cargos anteriores efectuados por su expareja, por lo que resultó condenada a responder del pago de la deuda.

4. Sentencia de la Sección 9.ª de la Audiencia Provincial de Valencia de 16 de septiembre de 2005 (JUR 2005/275235)

En este caso, idéntico al anterior, la Audiencia de Valencia condenó a una mujer a responder del descubierto ocasionado por su marido mediante la utilización de una tarjeta VISA, dado que los cargos se produjeron constante matrimonio y porque ella conoció y aceptó el uso de la tarjeta durante siete años.

5. Sentencia de la Sección 1.ª de la Audiencia Provincial de Valladolid de 28 de junio de 2004 (JUR 2004/306181)

Este caso es muy similar a los dos anteriores. La tarjeta de crédito se expidió a nombre del marido y éste la utilizó constante matrimonio con el conocimiento y consentimiento de su mujer.

6. Sentencia de la Sección 10.ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 22 de mayo de 2001 (JUR 2001/200029)

En este caso se trataba de una cuenta conjunta abierta por una madre y su hijo, de la que ambos vinieron disponiendo hasta que cinco años más tarde produjo el descubierto.

La madre aducía que no debía responder porque el descubierto había sido causado por su hijo mediante la utilización de una tarjeta VISA. Por su parte, el banco alegaba que si bien una «buena parte» del descubierto se había causado con la tarjeta, otra parte no.

La sentencia condenó a ambos cotitulares. Los términos en los que está redactada no permiten conocer más detalles de este asunto, pero lo que subyace es que se trataba de una cuenta que había sido utilizada indistintamente *de facto* por madre e hijo, por lo que no era de recibo que uno de ellos rechazase determinados cargos efectuados por el otro.

7. Sentencia de la Sección 21.ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 20 de septiembre de 1999 (AC 1999/2331)

En este caso se trataba de una cuenta indistinta abierta por una pareja constante matrimonio. La mujer aducía que cuando se produjo el descubierto ella se encontraba separada de su marido, que era el único solicitante y titular de las tarjetas, y a quien el banco remitía todas las comunicaciones.

La Audiencia condenó a ambos amparándose en el hecho de que la tarjeta se había solicitado constante matrimonio.

8. Sentencia de la Sección 2.ª de la Audiencia Provincial de Lleida de 31 de mayo de 1999 (AC 1999/845)

En este caso se trataba de una cuenta indistinta de dos titulares que se personaron representados por un mismo Procurador y asistidos de un mismo Letrado, el cual únicamente adujo que la causante del descubierto había sido uno de sus defendidos.

La Audiencia de Lleida declaró que ambos codemandados pudieron disponer de los fondos existentes en la cuenta, efectuando los ingresos y cargos según su conveniencia, por lo que debían responder solidariamente de la deuda.

B) Sentencias que únicamente condenan al causante del descubierto

1. Sentencia de la Sección 1.ª de la Audiencia Provincial de Murcia, de 8 de noviembre de 2010 (JUR 2011/42177)

En este caso el marido solicitó una tarjeta varios años después de abrirse la cuenta y el descubierto se originó precisamente por el uso de la tarjeta.

La Audiencia de Murcia resolvió que la mujer no debía responder del descubierto porque, al vincular a la cuenta las disposiciones efectuadas con la tarjeta, se produjo una novación modificativa del contrato de cuenta corriente que exigía que se contara con su consentimiento, dada la significación económica de la modificación que se introducía.

2. Sentencia de la Sección 11.ª de la Audiencia Provincial de Madrid, de 2 de noviembre de 2010 (JUR 2011/36200)

En este caso, un tanto peculiar, se trataba de la apertura de una cuenta corriente indistinta por un padre y su hijo que entonces contaba con 16 años de edad. Posteriormente el padre solicitó dos tarjetas VISA, para él y para su mujer, vinculadas a la cuenta. El descubierto se produjo mediante la utilización de las tarjetas.

El Juzgado de instancia consideró que, como el hijo no era titular de la tarjeta y no fue él quien efectuó movimientos o disposiciones, no era deudor del importe reclamado. El banco recurrió en apelación y la Audiencia de Madrid confirmó la sentencia amparándose en los artículos 162.2 y 1259 del Código Civil. Según estos preceptos, la representación legal no opera cuando exista un conflicto de interés entre los padres y el hijo, siendo nulo el contrato celebrado a nombre de otro por quien no tenga su autorización o representación legal.

3. Sentencia de la Sección 2.ª de la Audiencia Provincial de Zaragoza de 30 de noviembre de 2004 (JUR 2005/29993)

En este caso la Audiencia de Zaragoza declaró que la codemandada no debía responder de las cantidades cargadas en una cuenta indistinta «procedentes de la utilización de una tarjeta de la que ni es titular ni consta que haya autorizado esos cargos».

Y añadió: «es evidentemente inadmisible que en una cuenta, aunque sea indistinta o solidaria, cuando presenta un saldo deudor, pueda el Banco cargar nuevas cantidades adeudadas por uno de los titulares obligando al otro a hacer efectivos los correspondientes importes en virtud de la solidaridad derivada del mero hecho de ser asentadas en aquella».

4. Sentencia de la Sección 4.ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 28 de enero de 2004 (AC 2004/760)

En este caso la cuenta también era conjunta y el descubierto se produjo por la utilización de una tarjeta contratada exclusivamente por uno de los cotitulares.

La Audiencia de Barcelona consideró que «el contrato de tarjeta de crédito no fue firmado por la codemandada, sin que conste su consentimiento ni su autorización, no pudiendo extender a la misma la responsabilidad por un descubierto que excede al normal funcionamiento de la cuenta y que comporta la concesión de un préstamo encubierto, no solicitado, consentido ni aprovechado por la recurrente».

Y añadió que «cuando la cuenta se mueve dentro de sus iniciales previsiones y tiene saldo […], un cotitular no puede discriminar el cargo derivado del otro cotitular»; sin embargo, «cuando el cargo comporta un saldo negativo no puede regir el mismo criterio».

5. Sentencia de la Sección 4.ª de la Audiencia Provincial de Asturias de 21 de octubre de 1999 (AC 1999/5792)

Aquí también había una cuenta indistinta abierta por una pareja y una tarjeta de crédito que solicitó el varón un año después, con la que éste causó el descubierto.

La Audiencia de Asturias dijo que no cabía que un titular indistinto «pueda por sí solo poner la cuenta en saldo deudor y obligar a los demás, y ello, fundamentalmente, porque se trata de una operación de crédito que excede del normal funcionamiento del contrato de cuenta corriente».

6. Sentencia de la Sección 4.ª de la Audiencia Provincial de Las Palmas de 18 de enero de 1999 (AC 1999/3120)

En este caso, el descubierto en la cuenta conjunta se produjo por el uso de la tarjeta de crédito por parte del marido, del que la esposa se había separado, por lo que ésta no resultó condenada.

7. Sentencia de la Sección 15.ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 18 de junio de 1998 (AC 1998/1254)

Esta sentencia se dictó en un caso de cuenta indistinta abierta por un matrimonio, en el que el descubierto lo produjo el marido con una tarjeta que había solicitado apenas tres días después de separarse de su mujer, la cual tampoco fue condenada.

8. Sentencia de la Sección 1.ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 10 de octubre de 1997 (AC 1997/2303)

En este caso, similar al resuelto por la sentencia antes citada de 28 de enero de 2004, la Audiencia de Barcelona declaró que no era «posible extender a la cotitular de la cuenta los cargos efectuados por el uso de la tarjeta [solicitada por el otro cotitular], en la medida en que el saldo deudor generado no derivaba de la utilización ordinaria de la cuenta corriente sino del contrato de tarjeta de crédito […] que tiene autonomía y naturaleza jurídica propia y distinta de la del contrato de cuenta corriente».

Conclusiones:

1. Los Tribunales deben analizar las circunstancias de cada caso para determinar si los cotitulares de una cuenta indistinta deben responder del descubierto ocasionado por uno de ellos, sin que quepa afirmar de manera genérica que ambos cotitulares deben responder solidariamente del pago de la deuda.

2. En última instancia los Tribunales otorgan gran importancia al grado de participación y de conocimiento que el cotitular tuvo en el descubierto; de forma que si fue ajeno al mismo —por ejemplo, porque los cargos se produjeron mediante la utilización de una tarjeta VISA expedida sin su conocimiento al otro cotitular— por lo general no resulta condenado.

José María Villalvilla Muñoz
Valeriano Hernández Abogados

15. LA ESMA Y EL FARISEÍSMO EN LA REALIZACIÓN DEL TEST DE IDONEIDAD

I. Recientemente, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha emitido unas Directrices sobre determinados aspectos de los requisitos de idoneidad previstos en la MIFID (ESMA 2012/387 de 6 de julio de 2012)[7], que tienen por propósito clarificar el modo en que estos últimos deberían ser interpretados, para asegurar su vigencia común, uniforme y consistente en la UE. Las directrices se centran en el objetivo de que los intermediarios en los mercados europeos de valores apliquen políticas y procedimientos apropiados a fin de conocer cuáles son las alternativas de inversión idóneas para los clientes a quienes asesoran al respecto.

Las razones para la emisión de las Directrices proceden de la constatación de que el completo cumplimiento de los requisitos de idoneidad de la MIFID no es tan extendido ni tan consistente entre los Estados miembros como sería deseable, con los riesgos para la protección de los inversores que ello comporta.

Así, la ESMA considera en riesgo la tutela a los inversores que debería proporcionar el test de idoneidad del artículo 19. 4 de la MIFID, que obliga a los intermediarios, antes de suministrar servicios de asesoramiento en inversión o de gestión de carteras, a obtener de sus clientes la información necesaria al propósito de conocer la idoneidad para ellos de cualquier inversión que, en adelante, se le recomiende o gestione. Como es sabido, en concreto, los intermediarios han de obtener información sobre los objetivos de inversión de sus clientes, su situación financiera y sus conocimientos y experiencia en materia de inversiones; pues bien, en las observaciones de la ESMA, los principales fallos detectados al respecto son los relacionados con (i) la formulación a los clientes de las preguntas correctas, (ii) la recolección de toda la información necesaria y relevante, (iii) la correcta interpretación de la información proporcionada por el cliente y (iv) la recomendación de una inversión idónea, incluso, cuando no se han producido ninguna de las disfunciones anteriores[8].

II. Los problemas detectados por la ESMA en la aplicación de la MIFID son del todo relevantes en el caso español; nuestra jurisprudencia de los últimos años, y los recientes conflictos entre inversores y entidades de crédito, muestran una elevada frecuencia en los fallos concretos citados —e incluso alguno más no considerado por la autoridad europea— que hacen muy dudosa la eficacia entre nosotros del sistema de protección proporcionado por la MIFID y, sobre todo, impulsan inquietantes sospechas sobre el sentido y propósito con el que se vienen dispensando por nuestros intermediarios los test previstos en aquella.

Como consecuencia de todo ello, conviene examinar qué efectos pueden producir las nuevas directrices de la ESMA sobre el funcionamiento del sistema español de supervisión de la intermediación en valores, considerando la realidad legal y jurisprudencial del test de idoneidad —y también del test de conveniencia— entre nosotros.

---

(7) En adelante, también lo denominaremos el «Documento Final».

(8) *Vid*. ESMA, *Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MIFID suitability requirements*, (ESMA/2011/445, diciembre de 2011).

III. Las directrices se emiten por la ESMA sobre la base de los poderes que le son atribuidos en el artículo 16 de su Reglamento[9] de creación, que —a diferencia de lo previsto para las Normas Técnicas— no otorga a su contenido carácter directamente vinculante. A pesar de ello, las consecuencias materiales de este tipo de disposiciones comunitarias son del todo relevantes: obligan a las autoridades nacionales supervisoras destinatarias a realizar todos los esfuerzos necesarios para cumplir con su contenido, amoldando a él sus prácticas supervisoras y las propias directrices aplicadas a los participantes en sus respectivos mercados, por lo que deberán notificar en el plazo de dos meses desde su emisión si las cumplen o tienen intención de cumplirlas, debiendo, en caso de que no fuera así, explicar los motivos de su separación del criterio europeo[10].

IV. En nuestro ordenamiento, el test de idoneidad fue implementado mediante un nuevo artículo 79 bis LMV, que lo recoge en su párrafo 6.º, junto al test de conveniencia, previsto en el párrafo 7.º, que se complementa con él, conformando conjuntamente el núcleo del sistema de protección establecido por la MIFID. Por ello, para formarse una idea de los problemas de fariseísmo en el cumplimiento de esta normativa, que nos ocupan, conviene considerar la configuración legal y la situación jurisprudencial de ambos test.

Los test de idoneidad y conveniencia difieren tanto en los supuestos de intermediación sobre los que se aplican como en el alcance de su evaluación del cliente. Así, mientras el test de idoneidad deberá ser realizado cuando el intermediario preste al cliente un servicio de asesoramiento en materia de inversiones, o bien de gestión de carteras, el test de conveniencia lo será cuando se proporcionen servicios de inversión distintos de los dos anteriores.

Puesto que los servicios prestados cuando del test de idoneidad se trata implican una relación más densa entre intermediario y cliente, la información que habrá de extraerse para cumplirlos correctamente es mayor; específicamente, el intermediario habrá de obtener información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente sobre el producto o servicio en cuestión, y después la relativa a su situación financiera y objetivos de inversión. En cambio, si se realiza el test de conveniencia, la información a extraer se ceñirá a los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de la inversión que sea. Se ve así cómo la evaluación a realizar del cliente ha de ser más completa en el primer caso, y, sobre todo, en lo que ahora nos interesa, la previsible identidad de problemas en la práctica de lo que tienen en común uno y otro.

Por ello, lo que las Directrices en examen consideran respecto a la evaluación de los conocimientos y experiencia del cliente en el test de idoneidad es, a nuestro modo de ver, extensible al test de conveniencia. De hecho, la jurisprudencia española reciente muestra pautas comunes en los litigios sobre cada uno de ellos.

V. Cuestiones relacionadas con ambos test de la MIFID, se han planteado en la realidad jurídica nacional especialmente en dos tipos de conflictos judiciales de amplia no-

(9) Reglamento (UE) 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, por el que se establece una Autoridad Supervisora Europea (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

(10) Sobre la eficacia de las diferentes disposiciones que puede aprobar la ESMA, *vid*. J. MUNUERA y A. MARTÍN DE DIEGO, «La Autoridad Europea de Valores y Mercados», *CNMV Boletín trimestral*, III (2011), pp. 133 y ss.

toriedad pública: el propiciado por los contratos de permuta financiera relacionados con financiaciones bancarias[11] y —en menor medida— la distribución de participaciones preferentes entre el público inversor menos sofisticado.

En realidad, la cuestión de hecho que se presenta en la generalidad de los casos es la propia realización de los test, de la que depende, a través de la aplicación de la doctrina del error, la validez misma de los negocios de inversión que sean. Aunque, en la mayoría de estos casos, no existía una relación de asesoramiento, ni de gestión de carteras —por lo que el litigio se refería a la realización del test de conveniencia[12]— también existen casos análogos, en los que se reclamaba la ausencia del test de idoneidad[13]. Lo que conviene subrayar es que el objeto principal de los litigios vistos no guarda una relación directa con el sentido de las nuevas directrices de la ESMA.

VI. Más allá de lo que explícitamente se resuelve en las sentencias que consideran la realización o no de los test de idoneidad y de conveniencia, lo relevante para este trabajo es lo que los hechos relacionados con los conflictos judiciales y extrajudiciales en la materia cuentan, esto es, que incluso cuando los test MIFID se practican, no producen los efectos de protección de los inversores mandados por la regulación comunitaria; además —y esto es lo más inquietante— muchos intermediarios parecen realizar los test como una mera formalidad, desvinculada de los bienes jurídicos que han de promover.

En efecto, existen abundantes indicios de que no son extraños en las empresas intermediarias protocolos de comportamiento con sus clientes, que implican una observancia meramente externa de las obligaciones del artículo 79 bis, párrafos 6 y 7, de la LMV. Cuando así ocurre, la acción de la compañía intermediaria está dirigida a dejar pruebas documentales de la ejecución formal de los test, antes que a definir la idoneidad o conveniencia de una determinada inversión para sus clientes.

La gama de comportamientos y hechos de este tipo denunciada por medios de comunicación y representantes de la clientela financiera es muy amplia: van desde la discordancia entre los resultados del test y la recomendación de la inversión o falta de aviso sobre sus riesgos, hasta el «rellenado» de los test por los propios empleados de las entidades intermediarias sin el conocimiento de los clientes, pasando por su firma con huella dactilar por personas analfabetas a las que, acto seguido, se les recomendó la inversión en un producto financiero complejo.

Sin perjuicio de que hayan de ser los jueces quienes determinen la realidad de los hechos alegados en cada caso, existen motivos más que sobrados para pensar en la generalización de una preocupante mala praxis de los test. Además, todas las conductas denunciadas tienen en común la preeminencia del ritual de cumplimentación de los test sobre la sustancia de la evaluación de la idoneidad o conveniencia de una inversión. La

---

(11) Sobre el asunto, puede verse nuestro humilde trabajo al respecto, «Permutas financieras, riesgos en los préstamos hipotecarios a interés variable y test de conveniencia», *Revista de Derecho de los Negocios*, 245 (2011), pp. 33 y ss.

(12) Por ejemplo, en materia de *swaps*, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo 286/2010 de 23 de julio de 2010, la de la Audiencia Provincial de Valencia 366/2010, de 6 de octubre de 2010 ,y la de la Audiencia Provincial de Gijón 539/2010, de 16 de diciembre de 2010.

(13) Así, la sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo 286/2010, de 23 de julio de 2010.

revisión pública del modo en que los test de la MIFID se están ejecutando es, pues, muy necesaria.

VII. La ESMA propone en su documento nueve directrices generales sobre el test de idoneidad, cada una de las cuales es especificada en directrices de apoyo. A los efectos de sanación del fariseísmo en su cumplimiento que nos interesan en este trabajo, las directrices generales más relevantes son la 3.ª, 4.ª y 5.ª, cuyo contenido, y el de sus directrices de apoyo más pertinentes, exponemos a continuación:

(i) La directriz general 3.ª requiere a los intermediarios asegurarse de que el personal implicado en la realización del test de idoneidad posea el adecuado grado de conocimiento y experiencia. Enfáticamente, en las directrices de apoyo se demanda que posean la suficiente experiencia en los mercados financieros para comprender los instrumentos financieros que se recomiendan, o adquieren por el cliente y para determinar que sus características coinciden con las necesidades de aquel.

(ii) La directriz general 4.ª requiere a los intermediarios que determinen el alcance de la información que debe ser obtenida de los clientes, considerando todas las características del servicio de asesoramiento en inversiones o de gestión de carteras que les ha de ser proporcionado. En las directrices de apoyo se especifica que deberá existir un estándar de información mínima a recopilar del cliente pero —y esto es lo más importante a nuestros propósitos— que cuando se trate de instrumentos financieros complejos o especialmente arriesgados habrá de considerarse cuidadosamente si se necesita recopilar información más a fondo sobre el cliente. Además, para asegurarse de que los clientes entienden los riesgos que implican las inversiones en cuestión, los intermediarios deberán presentar tales riesgos de forma clara y comprensible, pudiendo utilizar ejemplos ilustrativos de ellos

(iii) La directriz general 5.ª requiere de los intermediarios que den los pasos necesarios para asegurarse de que la información obtenida de los clientes sea fiable. En particular, esta directriz general indica que no debería confiarse indebidamente en las autovaloraciones de los clientes sobre su conocimiento, experiencia y situación financiera.

Es valioso notar que el contenido de esta directriz está teoréticamente inspirado por los resultados de la psicología cognitiva, cuyas predicciones sobre la irracionalidad del comportamiento de las personas al tomar decisiones económicas, influyen crecientemente en la regulación de los mercados financieros. En concreto, conviene considerar como los efectos del sesgo de sobreoptimismo que, en general, caracteriza el comportamiento humano se intensifica en aquellas decisiones en las que quienes las toman perciben un cierto control sobre las consecuencias de sus actos. En tales casos, el comportamiento individual tiende a estar condicionado por la pauta psicológica que lleva a la generalidad de las personas a considerar sus propias cualidades y posibilidades como mejores que las del promedio de las personas (*above-average effect*)[14]. Nada de particular tendría encontrar que los

(14) En general, sobre las implicaciones normativas de este efecto, *vid*. S. H. WILLIAMS, «Sticky Expectations: Reponses to Persistent Over-Optimism in Marriage, Employment Contracts and Credit Card Use», *Notre Dame Law Review*, 84 (2009), pp. 733 y ss.

clientes, o buena parte de ellos, yerran por exceso al valorar sus propios conocimientos y experiencia inversora en los test de la MIFID.

Por ello, en las directrices de apoyo la ESMA reclama que la posible autovaloración de los clientes sea equilibrada mediante la confección de preguntas que permitan la apreciación objetiva de la realidad como inversor del cliente que sea. La ESMA ofrece ejemplos de lo que pretende al efecto, que son, al tiempo, muy reveladores de las deficiencias del sistema actual: «(a) en vez de preguntar al cliente si siente que posee la suficiente experiencia para invertir en determinados instrumentos, la empresa podría preguntar al cliente con qué tipos de instrumentos está familiarizado […] (b) en vez de preguntar al cliente si se siente cómodo tomando riesgo, la empresa debería preguntar qué pérdida, en un determinado plazo de tiempo, estaría dispuesto a aceptar, sea en una determinada inversión o en el conjunto de su cartera»[(15)].

VIII. Considerando todo lo visto, no tenemos duda de que la CNMV debería asegurarse de que se cumplen las nuevas directrices de un modo estricto. Por aplicación del artículo 16.3 Reglamento de la ESMA[(16)], en el plazo de dos meses a partir de la formulación de las nuevas directrices —fechadas el 6 de julio de 2012— la CNMV habrá de confirmar si éstas se cumplen o si tiene intención de hacer cumplirlas. Más que lo que la autoridad supervisora española pueda declarar sobre el estado actual de la aplicación de las directrices, parece altamente deseable que ponga de manifiesto su intención de asegurarse de su futura exigencia sustancial a los intermediarios españoles y del refuerzo de su actividad de supervisión en la materia.

Naturalmente, la determinación de cuál es la exigencia regulatoria óptima en materia de intermediación en valores ha de hacerse tomando en cuenta el resultado del balance de sus costes y beneficios; es nuestro juicio pragmático que, en el caso español, los beneficios de un cumplimiento exigente de la normativa MIFID superan ampliamente sus costes. Más allá de la prevención específica de pérdidas de inversión indeseadas por el más fino filtro de las conductas que llevan a éstas, los beneficios procederán de la necesaria restauración de la confianza general en el funcionamiento del sistema financiero. De hecho, son varias las confianzas específicas a restaurar, primero, la de los inversores minoristas españoles en el correcto funcionamiento de los mercados, muy mermada por los últimos acontecimientos; segundo, la del conjunto de los participantes en los mercados en el correcto desempeño de sus funciones por sus supervisores, igualmente deteriorada en los últimos tiempos y, tercero, la de todo cliente inversor tutelado por la MIFID en el respeto sustancial de los intermediarios a los derechos que aquella les otorga.

Esos mismos argumentos de reintegración de la confianza en la intermediación en valores aconsejan que la CNMV extienda su exigencia estricta de cumplimiento del contenido de las directrices analizadas al test de conveniencia, no contemplado expresamente en ellas, en aquello que por el contenido y estructura de éste le sea de aplicación.

Manuel Castilla Cubillas
Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Granada

(15) Parágrafo 43 del Documento Final.

(16) Reglamento (UE) 1095/2010.

Bibliografía

DERECHO BANCARIO

— El movimiento legislativo en materia bancaria en otros países

BUNGERT, H./WETTICH, C., «Aktienrechtsnovelle 2012 – der Regierungsentwurf auf Sicht der Praxis», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrechts* núm. 7 (2012), p. 297.

KÖRNERT, J., «Paradigmenwechsel in der deutschen Bankenregulierung», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrechs* núm. 1 (2012), p. 96.

— Normativa de la UE en materia bancaria

BUSSANI, M./WERRO, F., *European Private Law: A Handbook*, vol. I, Berna (2009), 586 pp.

MÜLLER-GRAFF, P.-C., «Die rechtliche Neujustierung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrechs* núm. 1 (2012), p. 2.

— Estatuto de las entidades de crédito

ÁLVAREZ-UDE LÓPEZ, F., «Nueva regulación de los sistemas de remuneración en el sector financiero español», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 201.

GAMBINO, A., «Su taluni problema in tema di gruppi», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 1 (2012), p. 5.

LEMME, G., «Le disposizioni di vigilanza sulla governance delle banche: riflessioni a tre anni dall'intervento», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 1.ª (2011), p. 705.

MAUGERI, M., «Interesse sociale, interesse dei soci e interessi del grupo», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 1 (2012), p. 66.

THOLE, C., «Anwendung und Revisibilität ausländischen Gesellschaftsrechts in Verfahren vor deutschen Gerichten», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrechs* núm. 1 (2012), p. 15.

— Cajas de Ahorros

HIDALGO ROMERO, R./PINEDA MARTÍNEZ, A., «Consideraciones sobre la posibilidad de ejercicio indirecto de la actividad de Monte de Piedad por una Caja de Ahorros a través de un banco», en *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 11 (2012), p. 25.

— Órganos de vigilancia y control de la actividad bancaria

ZOPPINI, A., «Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.ª (2012), p. 26.

— Secreto bancario (Informaciones de la banca)

LUKACS, F., «La (ir)responsabilità risarcitoria della banca derivante dalla segnalazione

di operazioni sospette di riciclaggio», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.ª (2012), p. 86.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

TRAPP, CH./SCHLITT, M./BECKER, T., «Die CoMENTransaktion der Commerzbank und die Möglichkeit ihrer Umsetzung durch andere Emittenten», en *Die Aktiengesellschaft* núm. 3 (2012), p. 569.

— CONTRATOS BANCARIOS

ABATANGELO, CH., *Intermediazione nel pagamento e ripetizione dell'indebito*, Padua (2009), 385 pp.

ABATANGELO, CH., «Intermediazione nel pagamento e ripetizione dell'indebito», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 1.ª (2011), p. 783.

ACUM MALDONADO, C., «La responsabilidad civil de los prestadores de servicios en la sociedad de la información», en *Revista de la Contratación Electrónica* núm. 115 (2011), p. 3.

ARORA, A., «Unfair Contract Terms and Unauthorised Bank Charges: A Banking Lawyer's Perspective», en *Journal of Business Law* núm. 1 (2012), p. 44.

BENOCCI, A., *Fenomenologia e regolamentazione del rapport banca-industria*, Pisa (2007), 280 pp.

BOLDON, R.M., «Long-Arm Statutes and Internet Jurisdiction», en *The Business Lawyer* núm. 1 (2011), p. 313.

BUCK-HEEB, P., «Vom Kapitalanlegerzum Verbraucherschutz», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrech* núm. 1 (2012), p. 66.

CAPUTO NASSETTI, F., «Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 6 (2011), p. 887.

CASPER, M., «Genussscheine von Banken nach einer Konzernierung des Emittenten», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 11 (2012), p. 497.

CHORVAT, T.J./PELANEK, L.E., «Electronically Stored Information in Litigation», en *The Business Lawyer* núm. 1 (2011), p. 285.

DI MARTINO, M.ª C., «Alcune questioni in tema di limiti all'autonomia privata nella predisposizione del piano di concordato: formazione obbligatoria delle classi e crediti postergati», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.ª (2012), p. 14.

EICHTEN, M., «Survey of Computer Fraud and Abuse Act Cases», en *The Business Lawyer* núm. 1 (2011), p. 321.

FERRO LUZZI, F., «Il "giustificato motivo" nello jus variandi: primi orientamenti dell'ABF», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 1.ª (2011), p. 730.

GELLIS, C.R., «2011 State of the Law Regarding Website Owner Liability for User-Generated Content», en *The Business Lawyer* núm. 1 (2011), p. 305.

GESSNER, T., «Zahlungsvergleiche über globalzedierte Forderungen in der Insolvenz», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 10 (2012), p. 455.

GIRINO, E., «Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 2.ª (2011), p. 794.

HAMMER, I.J., «Internet Law and Electronic Contracting Cases 2010-2011», en *The Business Lawyer* núm. 1 (2011), p. 279.

HUGHES, S., «Developments in the Laws Governing Electronic Payments», en *The Business Lawyer* núm. 1 (2011), p. 259.

MARTÍNEZ ESPÍN, P., «Nuevo régimen de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios», en *Diario La Ley* núm. 7758 (18 de enero de 2012).

MINTO, A., «Il nuovo documento denominato "informazioni europee di base" nell'ambito del rinnovato regime informativo dei contratti di crédito ai consumatori», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.ª (2012), p. 98.

MUCCIARONE, G./SCIARRONE ALIBRANDI, A., «Il recesso del cliente dopo il

d.lgs. n. 141/2010: questioni di coordinamento», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.ª (2012), p. 37.

MUNS YNZENGA, A./SAAVEDRA ORTIZ, J.J., «Operaciones de financiación sindicada», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 161.

PADOVINI, F., «I contratti di credito ai consumatori. Il recesso e l'estinzione del rapporto», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 1.ª (2011), p. 697.

PALACIOS GONZÁLEZ, M.ª D., «La incidencia de la noción de consumidor medio en la protección de los consumidores: protección frente a la publicidad engañosa, la información falsa o engañosa y la falta de información previa a la contratación», en *Revista de Derecho Privado* núm. 1-2 (2012), p. 25.

PÉREZ RAMOS, C., «La autocontratación en materia societaria y en la formalización de los negocios bancarios», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* núm. 55 (2011), p. 145.

PIRAS, E., «Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni Lehman Brothers», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.ª (2012), p. 73.

ROMANO, A., «Osservazioni a Trib. Milano 23 dicembre 2008 in tema di necessaria specificità della domanda di revocatoria fallimentare delle rimesse», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.ª (2012), p. 60.

SCHULZE, R./STUYCK, J., *Towards a European Contract Law*, Munich (2011), 279 pp.

VATTERMOLI, D., «Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 1.ª (2011), p. 737.

VIGNERON S./WONG, S., «An Assessment of the DCFR on Dependent Personal Securities», en *Journal of Business Law* núm. 1 (2012), p. 1.

— Cuenta corriente

ANTONUCCI, A., *Commentario al codice civile: artt. 1766-1881*, Milán (2009), XL-922 pp.

— Préstamo

MARIMÓN DURÁ, R., «La declaración de nulidad de la cláusula de redondeo en préstamos hipotecarios con consumidores», en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 282 (2011), p. 309.

— Garantías de la actividad bancaria

ARRIETA SEVILLA, L.J., «Sentencia de 23 de septiembre de 2011. Doble inmatriculación registral. Modificación de la descripción tubelar de fincas registrales. Tercero hipotecario. Usucapión ordinaria. Accesión», en *Cuadernos Cívitas de jurisprudencia civil* núm. 88 (2012), p. 509.

BELINCHÓN ROMO, M.ª R., «La hipoteca de responsabilidad limitada vista desde la perspectiva de la dación en pago», en *Revista de Derecho Privado* núm. 3-4 (2012), p. 91.

FELIU REY, M.I., «La prenda en garantía de créditos futuros: un piélago pignoraticio», en *Derecho de los Negocios* núm. 259 (2012), p. 7.

FUSARO, A., «Variazioni in tema di garanzie autonome personali e reali: l'accessorietà dell'ipoteca come dogma in crisi?», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 1.ª (2011), p. 665.

GONZÁLEZ-MENESES GARCÍA-VALDECASAS, M., «El submercado hipotecario extrabancario y la función notarial», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* núm. 56 (2011), p. 41.

MENESES VADILLO, A., «Los derechos de crédito como garantía tras la reforma del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* núm. 56 (2011), p. 227.

ROBUSTELLA, C., «Lettere di "patronage" ed importo massimo garantito», en *Rivista di Diritto Privato* núm. 4 (2011), p. 603.

TARABAL BOSCH, J., «Una aproximación al Derecho de garantías mobiliarias norteamericano», en *Revista de Derecho Privado* núm. 1-2 (2012), p. 61.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «La web corporativa y otras modificaciones al régimen general de las sociedades de capital en la ley 25/2011, de 1 de agosto», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* núm. 56 (2011), p. 13.

BAUER, J-H.,/ARNOLD, C., «Altersdiskriminierung von Organmitgliedern», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 13 (2012), p. 597.

BIANCHI/BALZOLA/CALANDRA/COSTI/CRAPANZANO, «Il recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 6 (2011), p. 955.

BIONE, M., «Il voto multiplo: digressione sul tema», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 5 (2011), p. 663.

BONILLA SANABRIA, F.A., «CSR and CSR Reporting: Reporting as a way to Create Socially Responsible Business», en *Revista e-mercatoria* núm. 2 (2011), p. 123.

BÜRKLE, J., «Der Stichentscheid im zweiköpfigen AG-Vorstand», en *Die Aktiengesellschaft* núm. 7 (2012), p. 232

EREDE, M., «L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione di record date», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.ª (2012), p. 59.

FLORES DOÑA, M.ª S., «Las normas técnicas en el nuevo marco normativo de los mercados financieros», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 9.

GARRIDO DE PALMA, V.M., «El Consejo de Administración de la Sociedad Anónima», en *Revista Jurídica del Notariado* núm. 77 (2011), p. 205.

HASSELBACH, K./SEIBEL, M., «Ad-hoc-Ausschüsse des Aufsichtsrats Corporate-Governance-Instrument zur Wahrnehmung von Aufsichtsratsaufgaben in Sondersituationen», en *Die Aktiengesellschaft* núm. 4 (2012), p. 114.

HORN, L., *Regulating Corporate Governance in the EU. Towards a Marketization of Corporate Control*, Hampshire (2012), 226 pp.

HORWICH, A., «An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of Scienter Under SEC Rule 10b-5», en *The Business Lawyer* núm. 1 (2011), p. 1.

KLÖHN, L./SCHWARZ, P., «Die Regulierung institutionell Stimmrechtsberater», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 4 (2012), p. 149.

MONTALENTI, P., «La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare», *Giurisprudenza Commerciale* núm. 5 (2011), p. 685.

RICCIARDIELLO, E., «La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 1 (2012), p. 151.

SCHAAF, A./SLOWINSKI, K., «Stimmabgabe des Aktionärs durch Briefwahl», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 51-52 (2011), p. 2444.

SCHMIDT, D., «Conventions réglementées: commentaire du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les assemblées generals d'actionnaires de societies cotées», en *Revue des Sociétés* núm. 3 (2012), p. 139.

SIEBERT, U./BÖTTCHER, L., «Der Regierungsentwurf der Aktienrechtsnovelle 2012», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 1 (2012), p. 12.

WACKERBARTH, U., «Die Umgehung der Mindestpreisregeln des WpÜG durch zeitlich gestreckte Ewerbsvorgänge – und ihre Verhinderung», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 253.

WEBER, R.H., «Neurdnung der Rechtsprechungsorgane im Schweizer Börsenwesen?», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 585.

WYMEERSCH, E., «Europe's New Financial Regulatory Bodies», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 547.

WYSS, D., «Marktaufsicht in der Schweiz – eine Bestandesaufnahme», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 560.

— Régimen de organización de los mercados

BUNGERT, H./WETTICH, C., «Neues zur Ermittlung des Börsenwerts bei Strukturmassnahmen», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 10 (2012), p. 449.

NOBEL, P./ZIMMERMANN, H., «Entwicklung und Struktur von Effektenmärkten», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 511.

— Admisión a cotización y exclusión

BAENA, A./RUIZ-GALLARDÓN, A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión de negociación mediante el denominado procedimiento equivalente a la oferta pública de exclusión previsto en el artículo 11.e) del RD 1066/2007», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 251.

KOLB, A./SERRANO ACÍTORES, A., «La exclusión de negociación bursátil mediante las operaciones de public-to-private», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 129.

— Contratos bursátiles. En general

ACCETTELLA, F., «Il conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo nella prestazione dei servizi di investimento», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.ª (2012), p. 106.

BERNASCONI, P., «Banken und Finanzintermediäre im Verfahrensgestrüpp», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 577.

EGGEN, M., «Finanzprodukte – Auftrag oder Kauf?», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 625.

EINSELE, D., «Internationales Prospekthaftungsrecht – Kollisions- rechtlicher Anlegerschutz nach der Rom II-Verordnung», en *Zeitschrift für europäisches Privatrecht* núm. 1 (2012), p. 23.

GARCIMARTÍN, F.J., «Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 241.

GARDELLA, A., «La frode Madoff non sfugge alla giurisdizione italiana: responsabilità transfrontaliera da prospetto ed interpretazione del PRIMA», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 2.ª (2011), p. 706.

LUTTERMANN, C., «Internationale Vermögensordnung, Insolvenzrecht und Schulden(transfer)systeme», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 7 (2012), p. 305.

SCARONI, C., «La responsabilità delle agenzie di rating ne confronti degli investitori», en *Contratto e Impresa* núm. 3 (2011), p. 764.

VON DER CRONE, H.C./MAURER, M./HOFFMANN, J.H., «Revision Börsendelikte und Marktmissbrauch», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 533.

— OPAs

CASCANTE, C., «20 Jahre WpÜG – Reformbedarf im Übernahmerecht?», en *Die Aktiengesellschaft* núm. 4 (2012), p. 97.

HITZER, M./SIMON, B./DÜCHTING, H., «Behandlung eigener Aktien der Zielgesellscvhaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten», en *Die Aktiengesellschaft* núm. 7 (2012), p. 237.

LUCIANO, A./LACHINI, M., «Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 6 (2011), p. 909.

PETER, H./BOVEY, P., «Swiss Takeover Board: new and evolving issues», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 596.

SEIBT, C.H., «Reform der EU-übernahmerichtlinie und des deutschen Übernahmerechts», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 1 (2012), p. 1.

THÉVENOZ, L./ROOS, L., «Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2011), p. 612.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

FREIXES PORTES, R./CORREIG FERRÉ, G., «Análisis en material de Mercado de valores en relación con la inexactitud de la información financiera regulada», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 219.

GONZÁLEZ CASTILLA, F., «El concepto de información privilegiada y su delimitación respecto de la información [parcialmente pública en el "insider trading" (art. 81 LMV)]», en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 282 (2011), p. 328.

HERNÁNDEZ SAINZ, E., «El documento con los datos fundamentales como instrumento esencial de información para el inversor minorista en instituciones de inversión colectiva», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 10 (2012), p. 77.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Desarrollos recientes de la regulación de las agencias de calificación crediticia (agencias de rating) en la Unión Europea», en *Revista del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores* núm. 36 (2012), p. 2.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

WILSKE, S./MEYER, S., «Der Trust als Kläger im deutschen Zivilprozess», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 10 (2012), p. 459.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

AIGE MUT, M.ª B., «Títulos valores electrónicos: admisibilidad procesal. Especial referencia al procedimiento monitorio», en *Revista de la Contratación Electrónica* núm. 115 (2011), p. 69.

OBLIGACIONES

BÖSCH, R./LEISINGER, B:, «Convertible Bonds – CoCos Umsetzung in der Schweiz», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 1 (2012), p. 2.

GHERARDI, M., «La natura contrattuale della responsabilità della banca terza negoziatrice di un assegno in caso di violazione dell'obbligo di protezione stabilito dall'articolo 43 l. ass.», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 2.ª (2011), p. 688.

NATALE, M., «Osservazioni a Cass., 30 luglio 2009, n. 17749 in tema di pagamento effettuato mediante assegno bancario», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.ª (2012), p. 35.

Recensión

RECENSIÓN DE BIBLIOGRAFÍA

Alberto J. Tapia Hermida: *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*

Monografía núm. 9, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*. Editorial La Ley. Grupo Wolters Kluwer, Madrid, (2012), 314 pp.

La reciente obra del Profesor Tapia Hermida, *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición,* que se suma a su amplia bibliografía en la materia, presenta relevancia respecto al contenido abordado y a la metodología utilizada para su realización.

El estatuto jurídico de las sociedades anónimas cotizadas y de las ofertas públicas de adquisición que les afectan tiene un grado de complejidad y dispersión notable. En este último sentido, el estatuto legal de las sociedades anónimas cotizadas y de sus accionistas y obligacionistas se encuentra repartido entre la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Sociedades de Capital, que han sido reformadas en este aspecto, durante el pasado año 2011, por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible y por la Ley de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas y, en el año 2012, por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

Además, este cuadro regulatorio legal complejo y cambiante que determina el estatuto jurídico de la sociedad anónima cotizada se completa con numerosas normas reglamentarias, tales como Reales Decretos, Órdenes Ministeriales y Circulares de la CNMV. De ahí que, para determinar el alcance preciso de los mandatos legales y reglamentarios, hay que acudir con frecuencia a Comunicaciones que esta misma CNMV remite a las sociedades anónimas cotizadas y a los demás emisores de valores para orientar su conducta en aspectos relevantes. A título de ejemplo, cabe destacar las Comunicaciones referentes al contenido y la forma de presentación de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo o de los Informes sobre Retribuciones de sus Consejeros.

En cuanto se refiere a la literatura jurídica en la materia, constatamos que, desde que, en abril del año 2007, se modificó el Capítulo V del Título IV de nuestra Ley del Mercado de Valores para adaptarlo a la Directiva de 2004 sobre las ofertas públicas de adquisición y, en julio de ese mismo año 2007, se desarrolló esa normativa legal mediante el Real Decreto 1066/2007, sobre el régimen de aquellas ofertas públicas, la bibliografía jurídica sobre las OPAs ha sido abundante en calidad y en cantidad. Ésta se ha reflejado tanto en comentarios colectivos (entre los que podemos destacar los de BENEYTO, J.M./LARGO, R., (Dirs.), *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS)*, Ed. Bosch, Barcelona, 2009; GARCÍA DE ENTERRÍA, J./ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J. (Dirs.), *La*

regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio, Ed. Thomson/Civitas, Cizur Menor, 2009; y JUSTE MENCÍA, J./RECALDE CASTELLS, A. (Coords.), *Derecho de Opas. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010) como en obras individuales [entre las que destacamos la del Profesor SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, Ed. Civitas/Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009].

A estas obras se une la abundante bibliografía sobre las sociedades anónimas cotizadas en general publicada antes y después de que, en el año 2010, su régimen fuera reubicado en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Entre la bibliografía previa a esa reubicación señalada hay que destacar la obra de SÁNCHEZ CALERO, F., *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)*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001; y las obras colectivas de ESTEBAN VELASCO, G. (Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999; y de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO GONZÁLEZ, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO SAN PEDRO, L./ ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, *10.º Aniversario Revista de Derecho de Sociedades*, 2 tomos, Ed. Thomson/Aranzadi, Cizur Menor, 2006.

Junto a estos comentarios y monografías hay que destacar los estudios que se han publicado periódicamente en las principales revistas jurídicas, tales como la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, la *Revista de Derecho de Sociedades* y la *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, amén de los estudios contenidos en la *Revista de Derecho Mercantil*.

Este grado de desarrollo doctrinal acerca de las sociedades anónimas cotizadas y las OPAs hace que resulte útil y oportuna la obra objeto de nuestra recensión, en la que el autor nos ofrece una síntesis clara de la regulación de ambas instituciones. Junto a la utilidad señalada hay que destacar que el Profesor Tapia Hermida destaca por su conocimiento y comprensión de la materia, lo que le faculta para explicar las instituciones jurídicas con especial claridad.

La obra del Profesor Tapia Hermida complementa los estudios monográficos contenidos en las obras colectivas y los que se incluyen en las publicaciones periódicas. Razón por la que el autor incluye una amplia lista bibliográfica en la terminación de cada apartado de los Capítulos de la obra.

Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición es una obra necesaria y útil por cuanto, como hemos apuntado, permite al lector tener una visión de conjunto del complicado y disperso estatuto jurídico de las sociedades anónimas cotizadas.

Pero además, hay que destacar la metodología empleada, consistente en combinar la regulación vigente con una completa referencia práctica. En este último aspecto, hay que destacar el logro del autor de recoger determinados casos reales de relevancia económica y jurídica. Ello permite al lector obtener una comprensión más amplia de los institutos jurídicos tratados en la obra, así como constatar la aplicación a la realidad de esa normativa. Con respecto al régimen de las sociedades anónimas cotizadas, la lectura de la obra permite, por ejemplo, contemplar las condiciones en las que REPSOL ad-

quirió un 10% de autocartera en diciembre de 2011 para desprenderse del 5% en enero de 2011 (p. 78); las condiciones de los pactos parasociales más relevantes del BANCO SANTANDER (p. 131); la forma en que las sociedades cotizadas españolas (ENDESA, IBERIA, TELEFÓNICA, BANCO SANTANDER, BBVA, etc.) recogen en sus estatutos limitaciones al derecho de asistencia de sus accionistas a las juntas generales o exigen un quórum constitutivo reforzado (p. 161); y otros muchos extremos de indudable interés.

En lo relativo al régimen de las OPAs, la obra ofrece un conjunto significativo de operaciones. Así, cabe señalar la OPA sobre acciones de ALTADIS que mutó de hostil a amistosa con la mejora de su precio (p. 226), la OPA de BANCO POPULAR ESPAÑOL sobre acciones y obligaciones de BANCO PASTOR que comportó la necesaria solicitud de autorizaciones al Banco de España y a la DGSFP (p. 284), o el desarrollo del proceso de OPAs competidoras sobre ENDESA (p. 302).

En definitiva, la obra del Profesor Tapia Hermida presenta interés y utilidad tanto para la práctica profesional como para la docencia en estas materias porque, al modo anglosajón, y, en línea con los nuevos planes de estudios, permite desarrollar actividades prácticas por los estudiantes.

BLANCA VILLANUEVA GARCÍA-POMAREDA
Abogado

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 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 ella 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 expresa de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para recensiones 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 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 efectuva 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 de 4 a 6 palabras clave, todo ello tanto en castellano como en inglés. Si el autor no incluyera el resumen en inglés, aceptará la traducción rea-

lizada por la Revista. 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 decontar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual 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 de 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.