

ÍNDICE

	<u>Página</u>
— Fernando Sánchez Calero <i>in memoriam</i>	5
ARTÍCULOS	
— Las «golden shares» o «acciones de oro» y la proscripción del privilegio. <i>Antonio Tapia Hermida</i>	9
— Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes. El papel del Comité especial para fusiones y adquisiciones. <i>Javier Megías López</i>	75
— Régimen jurídico de las acciones rescatables: nuevas perspectivas y problemática actual (I). <i>Jorge López Curbelo</i>	105
CRÓNICA	
— El fiador «vulnerable» y su protección por el Derecho. <i>Pablo Gómez-Blanes</i>	167
— La retribución de la alta dirección en entidades financieras: de los nuevos principios a las normas de obligado cumplimiento. <i>José Manuel Ortiz de Juan</i>	203
— Tracking stocks (acciones «sectoriales») en el Derecho societario argentino. <i>Carlos Molina Sandoval</i>	229
JURISPRUDENCIA	
— Póliza de crédito: nulidad por error de hecho y restitución de las prestaciones. <i>Celia Martínez Escribano</i>	265
NOTICIAS	
1. Derogación de la OPA obligatoria en la operación intragrupo. <i>María Rosa Tapia Sánchez</i>	283

	Página
2. Los incentivos fiscales y las estructuras jurídicas empleadas para la financiación sin recurso de proyectos eólicos en EE.UU. <i>José Antonio Morán Hinojar y Andrés Arnaldos Montaner</i>	288
3. Nueva Sentencia del Tribunal Supremo sobre la falta del tomador en la letra. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	294
4. Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de rating). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	295
5. A favor de la democracia accionarial en Francia: la transposición de la Directiva núm. 2007/36/CE de 11 de julio de 2007. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	298
6. Mecanismos empresariales de alerta o denuncia. <i>Isabel Fernández Torres</i>	299
7. Cambios en la regulación del Fondo de Garantía de Depósitos. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	300
8. Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre comunicaciones comerciales y prácticas desleales. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	301
9. Ley de contratos de crédito al consumo. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	302
10. Circular de la CNMV concerniente a la información de las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	303
11. Informe del Grupo de Reflexión sobre el futuro del Derecho europeo de sociedades. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	306
12. La Directiva 2011/61/EU sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	307
13. Consulta sobre cambios referidos al Sistema de Defensa de la Clientela en Gran Bretaña. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	311
14. Disposiciones europeas en materia de libertad de establecimiento y regulación nacional de la profesión notarial. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	311
15. Publicación del texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas. <i>Alejandra Martínez Pérez-Espinosa</i>	314
16. El apoyo a los deudores hipotecarios en el Real Decreto-ley 8/2011. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	319

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	323
--------------------	-----

IN MEMORIAM

FERNANDO SÁNCHEZ CALERO

Aún no se habían cumplido tres años de la publicación en esta *Revista* (núm. 111, XXVII, Julio-Septiembre de 2008, pp. 5-8) del artículo que le dediqué en el octogésimo aniversario de su nacimiento cuando falleció FERNANDO SÁNCHEZ CALERO (Valladolid, 25 de septiembre de 1928; Pozuelo de Alarcón, Madrid, 15 de mayo de 2011). Escribí aquellas páginas con el tono festivo de la celebración de un acontecimiento gozoso, con el júbilo propio del jubileo, como nos enseñó nuestro común maestro el Prof. CARANDE, y hasta con una dosis de humor al reflexionar sobre la edad, la medida de la vida y su expresión en la lengua española. En la alegría de aquella felicitación elogí la salud y la lucidez de un *octogenario* que conservaba esas dotes del *veinteañero*, enriquecidas con un caudal de trabajo, conocimientos, vivencias y experiencias. Y, como conclusión, cifré el motivo principal de la fiesta en su ilusionado estado de ánimo, de actividad renovada, de nuevos planes y proyectos, de seguir compartiendo con sus compañeros de viaje «pan y trabajo, camino y posada, espacio y tiempo», para expresar, finalmente, el deseo de muchos años de trabajo, «con salud de cuerpo y de mente», y con la «faz “veinteañera”, joven y juvenil, de bondad y buen humor».

Mis buenos augurios no se cumplieron. En 2009, el mal golpeó, abruptamente, la recia naturaleza de FERNANDO. Los remedios de la ciencia dispensaron más esperanzas que eficacia. Bajo el peso de la enfermedad, su figura se encorvó, sus fuerzas físicas mermaron y en su rostro se marcó la huella de la gravedad del pronóstico.

Pero no afectó el mal a su salud mental ni a su disposición para el trabajo, a su voluntad de seguir en el cumplimiento de sus deberes, hasta que el vigor corporal lo abandonó. Admiramos su asiduidad a las reuniones periódicas de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, y de la Comisión General de Codificación la asistencia a su despacho, su atención a los temas de cada día.

Recuerdo su última ponencia en la Real Academia sobre un tema nuevo y de actualidad, «El Comité de Auditoría en el control interno sobre la información en la sociedades cotizadas», una construcción esmerada y aguda, cuando ya le fallaba la voz al disertar. Pero FERNANDO sacaba fuerzas de sus flaquezas en un intento de consolar a sus seres queridos y de dispensar esperanza. Hizo del trabajo su modo de vida y por eso se aferró a él, para seguir viviendo.

Quizás sea su último artículo un símbolo de toda su labor; lo envió un mes antes de su muerte a los *Estudios Homenaje a JOSÉ M.^a MUÑOZ PLANAS*: «Normas generales sobre la responsabilidad del porteador en las Reglas de Rotterdam». La atención a lo nuevo, en un tema clásico sobre el que él había escrito tanto; el ofrecimiento en

homenaje a un compañero y amigo, muestra de su corrección, del puntual cumplimiento de sus compromisos, de sus desvelos por honrar al colega con su trabajo; en suma, de su bondad acrisolada, su virtud esencial.

Él fundó esta *Revista* en 1981 y la dirigió hasta abril de 2009, durante casi treinta años, desde su nacimiento a su madurez. En la ingente obra científica que ha dejado, es ésta, sin duda, una de sus más valiosas aportaciones y de sus creaciones intelectuales. Aquí trabajó y desde aquí nos hizo trabajar a muchos. Hemos perdido a nuestro irreplicable director; tiene dignísimo sucesor, pero los títulos de fundador, primer director, creador y autor de esta publicación le acompañarán para siempre, en exclusiva.

Este testimonio no es sólo de recuerdo y de homenaje a su memoria, sino de reconocimiento de su labor y de cuanto le debemos.

Decía en mi felicitación de cumpleaños, con cuyo recuerdo he iniciado estas letras luctuosas, que «la vida es tarea que, por fortuna, se hace en compañía, aunque, por desgracia, vayan quedando en el camino muchos compañeros de viaje». En el pelotón de cabeza (¿o es de cola?) de nuestra vida, hemos sufrido la pérdida de un compañero excepcional, de un gran jurista, gran universitario, gran abogado; pero, sobre todo, de un gran hombre, de un hombre bueno, buen esposo, buen padre, buen abuelo (¡me desgarró el dolor de sus nietos!), buen amigo, buen creyente en sus firmes convicciones religiosas. Dios se lo pagará.

Manuel Olivencia Ruiz

ARTÍCULOS

LAS «GOLDEN SHARES» O «ACCIONES DE ORO» Y LA PROSCRIPCIÓN DEL PRIVILEGIO

ANTONIO TAPIA HERMIDA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

RESUMEN

La «golden share» o «acción de oro» se vincula a los procesos de privatización de empresas públicas y constituye una manifestación del intervencionismo estatal en la economía, que pugna abiertamente con el sistema de economía social de mercado de la Unión Europea. Parecía que se había moderado, cuando no abandonado, su uso. No obstante, la crisis económica actual, de alcance general, la ha «vigorizado» bajo nuevas fórmulas.

Palabras clave: «Golden share». Acción de oro. Privatización. Empresa pública. Intervencionismo del Estado. Igualdad de los accionistas.

ABSTRACT

Golden share is linked to the privatisation processes of public companies and is a proof of the state interventionism in the economy, fighting openly with the European Union market social economy system. Its use, apparently, was moderated or even abandoned. However, the current economic crisis, of a general scope, has «strengthened» it under new formulas.

Key words: Golden share. Privatisation. Public Company. State Interventionism. Shareholders' equality.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. ACERCA DE LAS «GOLDEN SHARES» O «ACCIONES DE ORO».
 - 2.1. Consideraciones generales.
 - 2.2. Noción y delimitación.
- III. REFERENCIA A LA «TRAYECTORIA JURISDICCIONAL COMUNITARIA» DE LAS «GOLDEN SHARES» O «ACCIONES DE ORO»
 - 3.1. Doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en torno al sistema español de «golden share» o «acción de oro» (STJUE de 13 de mayo de 2003, asunto C-463/00, Comisión Europea contra el Reino de España).
 - 3.2. Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en torno a las «golden shares» o «acciones de oro», en otros ordenamientos jurídicos europeos.

- IV. EL ESTADO-ACCIONISTA COMO CREADOR DE ACCIONES PRIVILEGIADAS TRAS UNA AUTORIZACIÓN CONCEDIDA POR EL «ESTADO-LEGISLADOR»: UNA NUEVA FORMA DE CREACIÓN DE «GOLDEN SHARES» O «ACCIONES DE ORO».
 - V. LA «GOLDEN SHARE» O «ACCIÓN DE ORO» COMO PARADIGMA DE LA RUP-TURA DEL PRINCIPIO DE IGUALDAD DE TRATO DE LOS ACCIONISTAS.
-

I. INTRODUCCIÓN

La existencia de relaciones y vínculos entre el sistema de economía social de mercado y el Derecho de sociedades se pone singularmente de manifiesto con ocasión de las «golden shares» o «acciones de oro». Efectivamente, por una parte, las sociedades anónimas «son actores de mercados competitivos»⁽¹⁾, aunque la titularidad de todas sus acciones sea pública, y por otra parte mediante su privatización «ellas mismas son también objeto de operaciones del mercado, entendiéndose con ello el mercado de las empresas»⁽²⁾, en cuanto que adquieren sus acciones sujetos privados.

En principio, mediante los procesos privatizadores⁽³⁾ el Estado u otros sujetos públicos perderían el control de las sociedades privatizadas. Pero precisamente mediante las «golden shares» o «acciones de oro», aquellas operaciones quedan fuera del «mercado de control». Las «golden share» o «acciones de oro» se refieren a empresas públicas o actividades empresariales determinadas⁽⁴⁾ respecto de las que no se quiere

(1) IMMENGA, U., «Ordenación económica y derecho de sociedades», *RDM* núm. 276, abril-junio de 2010, p. 545.

(2) IMMENGA, U., «Ordenación económica y derecho de sociedades», *RDM* núm. 276, abril-junio de 2010, p. 545. Sobre el papel de la empresa y del Estado en el capitalismo y, en general sobre el capitalismo vid. INGHAM G., “Capitalismo”, Alianza Editorial, Madrid 2010, especialmente Capítulo 6 (pp. 145-176) y 8 (pp. 211-243), debiéndose tomar en consideración, como afirma en p. 208, que “los mercados financieros y de capitales son el punto neurálgico del sistema capitalista”.

(3) 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».

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

perder el control público, marcándose así una sustancial diferencia con los procesos liberalizadores y desreguladores de los mercados⁽⁵⁾.

Los procesos privatizadores se han venido «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)»⁽⁶⁾, bien que preponderantemente se hayan buscado concretos objetivos financieros y económicos⁽⁷⁾, que ahora se ponen especialmente en evidencia dados los momentos de crisis económica generalizada actual⁽⁸⁾. Por más que no pueda obviarse la influencia en las políticas privatizadoras de los cambios ideológicos operados en los últimos tiempos⁽⁹⁾, así como la deman-

⁽⁵⁾ Otro fenómeno o 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 **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea** también ha sido puesto de manifiesto por la jurisprudencia comunitaria, vid. STJCE de 31 de mayo de 2005, asunto C-438/02.

⁽⁶⁾ GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 75.

⁽⁷⁾ En el contexto liberalizador de sectores económicos regulados administrativamente. Indica GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 78: «los procesos de privatización no son otra cosa que la búsqueda de un management 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: «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 de 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».

⁽⁸⁾ En el punto 2 del documento final de la reunión del G-20, celebrada en Londres el 2 de abril de 2009, se afirmó lo siguiente: «Nos encontramos ante el mayor reto para la economía mundial de la era contemporánea: una crisis que se ha agravado desde que nos reunimos por última vez, 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».

⁽⁹⁾ 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

da y regulación del modelo económico ⁽¹⁰⁾ (constitución económica), especialmente en

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».

⁽¹⁰⁾ Indica GALBRAITH, J. K., *La economía del fraude inocente —La verdad de nuestro tiempo*, Crítica, Barcelona, 2004, p. 14.: «siempre he topado con un error popular. Lo que predomina en la vida real no es la realidad, sino la moda del momento y el interés pecuniario. La confusión es tan irresistible que (...) incluso ha afectado a la forma en que comúnmente se describe el sistema vigente. Cuando el capitalismo, el referente histórico, dejó de ser aceptable, el sistema fue rebautizado. El nuevo nombre resultó satisfactorio pero carecía de significado», y más adelante, pp. 17-21: «el sistema económico común a los países económicamente avanzados del mundo y, con ciertos matices, a todos los demás (...) convierte en máximas autoridades económicas a quienes controlan las plantas y equipos industriales, la tierra y los recursos financieros más relevantes. Antes eran los propietarios quienes estaban al frente de sus compañías, pero hoy las empresas de cierta envergadura y dedicadas a actividades de elevados niveles de complejidad cuentan con una dirección profesional (...), son los directivos, y no los poseedores del capital, quienes detentan el verdadero poder en la empresa moderna». Sobre el sistema de economía de mercado, en pp. 18-19, señala 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 directa o indirecta, y los trabajadores, víctimas de su indudable debilidad negociadora. La opresión fue el resultado de la ausencia de alternativas al trabajo duro y con frecuencia penoso. Marx y Engels, en algunos de los textos más influyentes de la historia, plantearon las posibilidades y promesas (...). En Europa la palabra “capitalismo” afirmaba de modo demasiado estridente el poder de la propiedad y la magnitud de la opresión y sometimiento de los trabajadores; en este contexto la revolución no era algo imposible ni inverosímil. En Estados Unidos el término tenía connotaciones diferentes, pero igualmente negativas (...). A finales del siglo XIX, no eran solo los trabajadores estadounidenses quienes albergaban una actitud hostil hacia el capitalismo, sino también el público en general, 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». Terminando por afirmar, en p. 24, que «hablar de un sistema de mercado (...) carece de sentido; es una fórmula errónea, insípida, complaciente»; «Estoy convencido que el sistema de economía de mercado es, como cualquier otra organización humana, intrínsecamente defectuoso», afirma SOROS, G., *La crisis del capitalismo global*, Editorial Debate, Barcelona, 1999, p. 61; «Los grandes ilusionistas del Estado-mercado promueven una cultura colmada de mitología», afirma NAPOLEONI, L., *Economía canalla*, Paidós, Barcelona, 2008, p. 204, que indica, 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».

determinados ámbitos político-jurídicos⁽¹¹⁾ como la Unión Europea, pues «el mercado ocupa ahora un espacio casi hegemónico en la vida personal, social, moral y política de nuestras sociedades»⁽¹²⁾, o las imputaciones de ineficiencia económica efectuadas a las empresas públicas⁽¹³⁾.

La protagonista principal, objeto/institución/actividad/bien⁽¹⁴⁾ a privatizar es la empresa pública, cuyo concepto es difuso⁽¹⁵⁾, afirmándose que la corriente doctrinal

(11) Según BAREA, J., «La sanidad en un entorno competitivo», *La Razón*, miércoles, 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». El tema de la «globalización» es tan actual que mediante el Reglamento (CE) núm. 1927/2006 de 20 de diciembre, se ha creado un Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización; Sobre la globalización vid. FRIEDMAN, T., *La tierra es plana*, MR Ediciones, Madrid, 2006.

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

(13) 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*, viernes, 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».

(14) 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, 2010, pp. 98-102; Sobre el 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»; En el mismo sentido se pronuncia INGHAM G., op. cit. (*Capitalismo*), pp. 148-2149 y 175, principalmente; vid. ALONSO OLEA, M. y CASAS BAAMONDE, M.^ª E., *Derecho del Trabajo* (vigésimo 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. Por ello, mal puede ser empresario de una determinada explotación quien carece de facultades y poderes sobre los medios patrimoniales propios de la misma. También es difícil atribuir tal calidad a quien no asume los riesgos propios del negocio, pues esa asunción de riesgos es nota específica del carácter empresarial».

(15) 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

sobre la empresa pública, desde la normativa comunitaria, «se basa principalmente en la conjunción de los tres elementos principales», a saber «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»⁽¹⁶⁾. Debiéndose añadir, desde otra perspectiva, 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»⁽¹⁷⁾.

Semejante noción se contrapone a la de empresa privada. Pero cuando se establece en la sociedad privatizada una «golden share» o «acción de oro», semejante contraposición no sólo resulta diluida, sino que entraña una paradoja, pues si la empresa pública se define esencialmente por que el Estado u otros poderes públicos pueden ejercer, directa o indirectamente, una «influencia dominante sobre la misma», por el

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 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 se 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. Se presumirá que hay influencia dominante cuando, en relación con una empresa, el Estado u otras administraciones territoriales, directa o indirectamente: i) posean la mayoría del capital suscrito de la empresa, o ii) dispongan de la mayoría de los votos correspondientes a las participaciones emitidas por la empresa, o iii) puedan designar a más de la mitad de los miembros del órgano de administración, de dirección o de vigilancia de la empresa. 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», que según esta última norma son las siguientes: a) Las entidades públicas empresariales, a las que se refiere el capítulo III del título III de la Ley 6/2997, de 14 de abril, de Organización y funcionamiento de la administración General del Estado; b) Las entidades de Derecho público vinculadas a la Administración General del Estado o a sus organismos públicos cuyos ingresos provengan, al menos en un 50%, de operaciones realizadas en el mercado; c) Las sociedades mercantiles estatales, entendiéndose por tales aquéllas en las que la participación, directa o indirecta, en su capital social de las entidades que, conforme a lo dispuesto en el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General Presupuestaria, integran el sector público estatal, sea superior al 50%. Para la determinación de este porcentaje se sumarán las participaciones correspondientes a las entidades integradas en el sector público estatal, en el caso de que en el capital social participen varias de ellas; d) Las sociedades mercantiles que, sin tener la naturaleza de sociedades mercantiles estatales, se encuentren en el supuesto previsto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, respecto de la Administración General del Estado o sus organismos públicos; 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.

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

(17) Conclusión 55 de las presentadas, conjuntamente, 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, resueltos por (tres) sentencias de 4 de junio de 2002.

sistema que fuera («propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen»), y la «acción de oro» posibilita esa «influencia dominante», la empresa privatizada seguirá siendo una empresa pública. Pero al propio tiempo también ha de afirmarse que se trata de una empresa privada, en tanto en cuanto ha sido «privatizada», con lo que, a la postre, se incide en una patente contradicción, no meramente aparente o nominal sino sustancial⁽¹⁸⁾. Problemática no meramente teórica, habiéndose planteado en relación con la regulación en su momento existente, sobre la «acción de oro» en el Derecho español⁽¹⁹⁾.

(18) La cuestión se soluciona si tenemos en cuenta que los poderes y facultades que la «acción de oro» reserva al Estado u otros poderes públicos no son determinantes de una «influencia dominante» en sentido propio, estricto, sino en sentido vulgar, en cuanto que están constreñidos por su ejercicio con una finalidad determinada, en «garantía del interés público presente en la actividad de esa empresa» (en términos de la Ley 5/1995); únicamente si son ejercidos al margen de esa finalidad específica existiría una «influencia dominante» desvinculada del «interés público específico que justifica la acción de oro», y en tal caso habría que concluir que el proceso de privatización había sido solo aparente y que aquella empresa continuaba siendo una empresa pública, y el mecanismo utilizado no podría ya ser considerado como una «acción de oro», sino como un simple mecanismo, de más que dudosa legalidad, para establecer una influencia dominante; Indica GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), pp. 97-100, que la consecuencia del sistema instaurado por la Ley 5/1995 «es la coexistencia de tantos regímenes jurídicos como grupos de SAP hay, puesto que encontramos SAP cuyo concepto de propiedad pública seguirá, en base al régimen general de mayoría de capital público (artículo 166 LPAP), mientras que el régimen de las SAP privatizadas bajo el régimen de la Ley 5/1995 seguirá el de la influencia dominante. Se forma así un conjunto de SAP caracterizadas por quedar sometidas a un régimen jurídico privado especial debido al objeto social al que se dedican y a la naturaleza pública de su socio de referencia durante el proceso de privatización, que las sitúa a veces en una encrucijada legal no siempre bien coordinada ni suficientemente motivada». No obstante las controversias surgidas respecto de su delimitación en el entorno de las privatizaciones, sobre el particular vid. GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 97, nota 166. El criterio del «interés público» es nuclear al efecto pretendido. Al respecto 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, «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».

(19) Vid. GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 114; No se oculta que la delimitación anterior puede plantear una aguda problemática cuando se consideran los empresarios polisocietarios o los grupos de empresas, habida cuenta de las cuestiones que surgen en la relación de dominación-dependencia para configurar la noción misma de grupo. No obstante, habida cuenta de que en la regulación de la «acción de oro» en nuestro sistema no se incluían los grupos como tales, ni se destacaba el «interés grupal», considerándose únicamente sus miembros, al quedar incluidas en el campo de aplicación de «las entidades de naturaleza mercantil que formasen parte de un grupo», por lo que parece válido el concepto utilizado (Según el artículo 1.2, segunda parte de la Ley 5/1995, en la redac-

Pero para esas situaciones hay remedio, pues «los Gobiernos olvidan con frecuencia el efecto corrector del derecho comunitario, que deja sin valor los privilegios exorbitantes, cuidadosamente blindados, con los que quieren dotarse, situándose por encima del común de los accionistas. Sin duda les mueven las mejores intenciones, escudadas en la idea del interés general, pero tal voluntad no legitima ningún desmarque de la disciplina que imponen las normas de (los Tratados, TUE y TFUE)»⁽²⁰⁾.

II. ACERCA DE LAS «GOLDEN SHARES» O «ACCIONES DE ORO»

Las denominadas «golden shares» o «acciones de oro»⁽²¹⁾ constituyen un fenómeno cuya existencia, y pertinaz persistencia, se encuentra vinculada, por una parte, a un cuestionable y desfadado «patriotismo económico»⁽²²⁾, pues es cierto que «Europa

ción dada por la disposición vigésima quinta, punto Uno, de la Ley 62/2003, de 30 de siembre, quedaban incluidas en su campo de aplicación las entidades de naturaleza mercantil que formasen parte de un grupo, determinado conforme al artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el que cualquiera de las entidades contenidas en el apartado 1 anterior tuviese una posición dominante, y «en ellas concurra cualquiera de las circunstancias» a las que se refería el propio artículo 1 para quedar incluidas en su campo de aplicación subjetivo); Sobre la problemática de los grupos de empresa me remito a mis trabajos «Grupos empresariales: Delimitación y responsabilidad» (Comentario a las SSTJ de Galicia, Sala de lo Social, de 14 y 231 de mayo de 2004, recs. núms. 5957/2001 y 1786/2004, respectivamente), *RTySS-RH* (CEF), núm. 262, enero de 2005, pp. 171-202, y «Despidos colectivos en los grupos de empresas», *RTySS-RH* (CEF), núm. 325, abril de 2010, pp. 83-198, que aun cuando tratan el grupo de empresas desde una perspectiva laboral, abordan los aspectos generales, por lo que, *pari passu* y cambiando lo deba ser cambiado, es procedente traerlos a colación.

⁽²⁰⁾ Afirmación del Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, contenida en la conclusión 2, apartado I (Introducción), de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07, resuelto por STJUE de 26 de marzo de 2009, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Italiana, asunto C-326/07.

⁽²¹⁾ «Expresión ciertamente plástica que nos muestra perfectamente el peso y la importancia del poder detentado en la concreta entidad por acciones de sus tenedores», indica PENAS MOYANO, B., «Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense», *RdS-monografías*, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2008, p. 169.

⁽²²⁾ Recogiendo el título del artículo de TORNABELL, R., «Patriotismo económico», *Expansión*, de 14 de mayo de 2007, p. 48; Se alude, en los diarios *El País* y *ABC* del 9 de julio de 2010, a la resistencia del Gobierno portugués a abandonar su «golden share» o «acción de oro» en Portugal Telecom SGPS, S.A., pese a la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 8 de julio de 2010 que la declara ilegal. Así, indica el diario *El País*, cit., p. 23, que el Gobierno portugués «advierde de que lo que hará será adaptar la acción de oro, pero no renunciar a ella»; «Muchos de los Estados miembros de la Organización Mundial del comercio (OMC) están sometidos a fuertes presiones para adoptar medidas proteccionistas. El comienzo de este año parecía que la mayoría habían resistido con éxito estas presiones. Pero, desde entonces se ha producido un deterioro significativo de la situación. Ha habido aumentos de los aranceles, se han adoptado nuevas medidas no arancelarias y se ha recurrido más a la aplicación de medidas de defensa comercial tales como las medidas antidumping. Son palabras de Pascual Lamy, director general de la OMC, recogidas en el informe encargado a la organización internacional en la cumbre del G-20 sobre el impacto de la crisis económica en las políticas comerciales. Se trata de un informe emitido a los Estados miembros de aquella organización internacional, que no tiene efectos

gana si no se usa la «acción de oro»⁽²³⁾, y, por otra parte, al hecho de correr parejas a una fuente nutricia de primera magnitud para las arcas de los Estados. Ambos aspectos aparecen íntimamente vinculados, y su separación es más teórica y conceptual que real.

Las «golden shares» o «acciones de oro» han venido constituyendo un fenómeno inextricablemente unido a las privatizaciones de empresas públicas⁽²⁴⁾ (habiéndose

jurídicos, pero en el que se detallan las restricciones y barreras comerciales impuestas por la Unión Europea, Estados Unidos y otros 19 países: Argentina, Brasil, Canadá, China, Corea, Ecuador, Rusia, Filipinas, India, Indonesia, Japón, Kazajstán, Malasia, México, Nueva Zelanda, Paraguay, Turquía, Ucrania y Vietnam», precisa TRIPER, J. M., en el diario *El Economista* del 18 de mayo de 2009, p. 20; Ahora estamos a las puertas de una «guerra de divisas», pues «la crisis ha desembocado en una progresiva aplicación de políticas monetarias proteccionistas», se indica en el diario *ABC* del 8 de octubre de 2010, p. 38. «La guerra de divisas, próxima amenaza», indica el diario *El Mundo* del 8 de octubre de 2010, p. 38. Se indica en el diario «El Economista» de 10 de septiembre de 2011, p. 13 que «Argentina amenaza con utilizar la “acción de oro” si hay cambios en Repsol, indicando en la misma página Esteller, R., que “el Gobierno argentino se pronunció ayer a favor de la continuidad de la actual gestión de Repsol. Por ese motivo no dudó en amenazar con recurrir a la *acción de oro* para vetar cualquier cambio que se produzca en las inversiones o en la producción de YPF como consecuencia del cambio de control en la petrolera española.

(23) Así titula la noticia y comentario a la STJUE de 8 de julio de 2010 en el diario *El Mundo* del 11 de julio de 2010, p. 30.

(24) RUIZ PERIS, I., *La igualdad de trato en el derecho de sociedades*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2007, p. 150, destaca que las «golden shares» o «acciones de oro» surgen en los «procesos de privatización de empresas que previamente se encontraban en manos públicas cuando (el Estado) pierde el control de la sociedad privatizada o incluso tras la cesión íntegra del capital con derecho a voto»; Fenómeno cercano, pero que no se identifica necesariamente 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 Tratado CE (esta expresión debe sustituirse por «Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea») también ha sido puesto de manifiesto por la jurisprudencia comunitaria. En este sentido el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha precisado en su sentencia (dictada en Gran Sala) de 31 de mayo de 2005, asunto C-438/02, que «del artículo 31 CE, apartado 1, párrafo primero, resulta que esta disposición se aplica a los monopolios nacionales de carácter comercial» (actual artículo 37 TFUE, cuyo tenor es el siguiente: «1. Las disposiciones del presente artículo se aplicarán a cualquier organismo mediante el cual un Estado miembro, *de iure* o *de facto*, directa o indirectamente, controle, dirija o influya sensiblemente en las importaciones o las exportaciones entre los Estados miembros. Tales disposiciones se aplicarán igualmente a los monopolios cedidos por el Estado a terceros. 2. Los Estados miembros se abstendrán de cualquier nueva medida contraria a los principios enunciados en el apartado 1 o que restrinja el alcance de los artículos relativos a la prohibición de los derechos de aduana y de las restricciones cuantitativas entre los Estados miembros. 3. En caso de que un monopolio de carácter comercial implique una regulación destinada a facilitar la comercialización o a mejorar la rentabilidad de los productos agrícolas, deberán adoptarse las medidas necesarias para asegurar, en la aplicación de las normas del presente artículo, garantías equivalentes para el empleo y el nivel de vida de los productores interesados.»). Según aquella «el artículo 31 CE, apartado 1, si bien no exige la supresión total de los monopolios nacionales de carácter comercial, prescribe su adecuación de tal manera que quede asegurada la exclusión de toda discriminación entre los nacionales de los

llegado a afirmar, quizás con exceso, que «la mejor empresa pública es la que no existe»⁽²⁵⁾ y que «el mercado suele castigar a las empresas que dependen de los gobiernos»⁽²⁶⁾. Así como al carácter progresivo del desarrollo del mercado común y la de la construcción de la Unión Europea, de ahí su trascendencia y cuestionamiento sistemático por la justicia comunitaria⁽²⁷⁾. Únicamente pueden entenderse en esa perspectiva⁽²⁸⁾.

En nuestro sistema político/jurídico/económico, la actualidad de problemática ínsita a las «golden shares» o «acciones de oro» se ve potenciada por el hecho cierto de que «la economía como proceso se orienta cada día más hacia el libre mercado, no tanto por la fuerza normativa de la Constitución sino por la fuerza normativa de los

Estados miembros, respecto de las condiciones de abastecimiento y de mercado», y que «en efecto, el artículo 31 CE, apartado 1, tiene por objeto conciliar a 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».

(25) Afirmación del presidente de la CEOE, DÍAZ FERRÁN, G., recogida en *Expansión*, el 7 de junio de 2007, p. 34.

(26) Manifestaciones de ABRIL, L., en el seminario *Otro mundo es posible: el Liberalismo*, en los cursos de verano de la Universidad Complutense en El Escorial, según se recoge en el diario *Expansión*, del 20 de julio de 2007.

(27) «El derecho se configura como un instrumento imprescindible en la articulación de todo proceso de integración económica, pero su eficacia aparece condicionada por la realidad económica y la voluntad política de los Estados», indican RODRÍGUEZ IGLESIAS, G. C., y LÓPEZ ESCUDERA, M., «El Derecho como instrumento de integración económica y monetaria en la Comunidad Europea», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. IV (*Derecho Civil y Derecho Público*), Civitas, Madrid 1996, p. 5439; HERRERO DE MIÑÓN, M., «La constitución económica: Desde la ambigüedad a la integración», en *Homenaje a don Antonio Hernández Gil*, t. I, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2007, pp. 531-532, afirma que «la interpretación inicial del artículo 90 CEE (después 86 consolidado y ahora 106 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea), se invierte, por obra de la Comisión y Corte de Justicia a partir de 1990 al hacer de los derechos exclusivos o especiales una situación contradictoria con el mercado único, sólo mantenible por vía de excepción a justificar en cada caso por cada Estado», que considera «inevitable consecuencia del Mercado Común y, muy especialmente del Acta Única de 1986 con su previsión de la libre circulación de mano de obra, de capitales, y de toda clase de bienes y servicios en el ámbito comunitario, junto con la defensa a ultranza de la competencia».

(28) Ciertamente «Europa es una realidad compleja, compuesta históricamente de elementos diversos: no resulta fácil ni la definición de Europa, ni la organización jurídico-política de la Unión existente o la que pueda alcanzarse en un futuro (...). La Europa de los próximos años no podemos entenderla ni definida como Estado, como una Federación o como una Confederación. Debemos aplicarle, como siempre, una categoría original. Y en tanto llega el feliz hallazgo no podemos cerrar los ojos ante lo que es ya una realidad consolidada y tangible», indica JIMÉNEZ DE PARGA, M., «No simplifiquemos a Europa», *ABC*, del 23 de julio de 2002, p. 3. Probablemente con fortuna se comenzó aquella construcción mediante la creación de un «mercado común», por ello «hoy tenemos un gran mercado, una moneda respetada, unas instituciones y un gran ordenamiento jurídico (que ha desembocado en) una economía social de mercado altamente competitiva (que requiere inexcusablemente de la) libre circulación de personas, servicios, mercancías y capitales y la libertad de establecimiento», precisa VALCÁRCEL, D., «Votar el 20 de febrero», *ABC*, del 7 de febrero de 2005, p. 3.

hechos, potenciada por la normativa comunitaria»⁽²⁹⁾, y no se ve disminuida por la circunstancia de que «la política privatizadora tal vez haya cumplido ya su misión histórica»⁽³⁰⁾, dado que nuestro país ha emprendido la política económica de privatizaciones de empresas públicas, con un cierto rezago⁽³¹⁾, respecto de otros Estados miembros de la Unión Europea.

2.1. Consideraciones generales

Con precisión se ha señalado, respecto de la «golden share» o «acción de oro», que «su campo normal de actuación es el de las sociedades por acciones, pertenecientes a sectores estratégicos de la economía (...) que, habiendo estado en manos públicas, han sido posteriormente privatizadas, y sus tenedores habitualmente son determinados poderes públicos, constituyendo en consecuencia esas acciones doradas, determinadas prerrogativas de intervención sobre la estructura accionarial y sobre la gestión de esas sociedades privatizadas que son reservadas al Gobierno o al poder público»⁽³²⁾.

Insistiéndose en que, «dada la importancia de las actividades económicas desempeñadas por las compañías privatizadas, ha sido habitual que el Gobierno, o el poder público correspondiente, retenga algún control. De haberse contenido esas cautelas simplemente en los artículos of association, (o en los estatutos sociales) una modificación posterior de los mismos podría haber acabado con esos mecanismos fiscalizadores reservados al poder público; de ahí que el método utilizado para canalizarlos haya sido el de la creación de golden shares que dan a los poderes públicos, que son sus tenedores, la posibilidad de “vetar” determinadas decisiones al necesitarse su consentimiento para adoptarlas»⁽³³⁾.

Efectivamente, en la «reordenación» del mercado europeo no ha venido siendo uno de sus menores retos el proceso privatizador de las empresas públicas de los

(29) HERRERO DE MIÑÓN, M., op. cit. («La constitución económica: Desde la ambigüedad a la integración»), p. 532.

(30) JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., «Servicio público, interés general, monopolio: recientes aportes del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. IV (*Derecho Civil y Derecho Público*), Civitas, Madrid, 1996, p. 5355.

(31) JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., op. cit. («Servicio público, interés general, monopolio: recientes aportes del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea»), p. 5355.

(32) PEÑAS MOYANO, B., op. cit. («Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense»), p. 169.

(33) PEÑAS MOYANO, B., op. cit. («Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense»), pp. 169-170.

Estados miembros⁽³⁴⁾. Habiendo sido «la necesidad de asegurar la instauración de un régimen dirigido a tutelar las condiciones concurrenciales, lo que ha conducido a las instituciones comunitarias a estimular la privatización de las participaciones estatales en la economía»⁽³⁵⁾, pero al propio tiempo la intensa intervención de las economías de algunos Estados miembros⁽³⁶⁾, cuyas empresas privatizadas se encargaban de la prestación de servicios públicos u operaban en sectores estratégicos, determinó que creasen las «acciones de oro», en un intento de mantener, al menos transitoriamente⁽³⁷⁾ pero que amenaza con enrocarse, el control de las mismas y no transferirlo al libre funcionamiento del mercado, so capa de la prevalencia de supuestos y difusos intereses generales/nacionales, que podrían verse amenazados, sin tomar en consideración que

(34) Así 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. 29, que «el proceso de privatización ha sido favorecido por la aplicación de la normativa en materia de concurrencia y ayudas de Estado a la empresa pública, con la consiguiente falta de viabilidad económica de muchas empresas y, sobre todo, por la incompatibilidad de algunas disciplinas nacionales con materia de monopolios con el objetivo de la integración de los mercados». Bien entendido que «no debe existir discriminación injustificada entre empresas públicas y privadas a la hora de aplicar las normas sobre competencia», precisa la Directiva 2006/111/CE de la Comisión de 16 de noviembre, en su considerando 4.

(35) 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. 24-25, que añade: «Inicialmente la privatización no viene exigida por el Derecho comunitario; ya el artículo 295 TCE (ahora artículo 345 TFUE) declara la neutralidad del Tratado respecto del régimen de la propiedad, pública o privada, vigente en los Estados miembros y con ello respecto de la composición de los correspondientes sectores públicos nacionales, se acepta la economía mixta. Es decir, se deja imprejuizada la elección del régimen de propiedad de los bienes y de los medios de producción que, consecuentemente, opera sin condicionamientos por parte del ordenamiento comunitario (...). De ello se deduce que en la Unión Europea los EEMM pueden ser y de hecho son empresarios, pero ya que tales participaciones pueden representar riesgos relevantes para el mantenimiento de las condiciones concurrenciales sobre el mercado, el Tratado sanciona la aplicación de la disciplina comunitaria antitrust tanto a las empresas privadas como a las empresas públicas, garantizando así una sustancial paridad de tratamiento a todos los operadores».

(36) De los miembros fundadores, además de los que se fueron adhiriendo. Diferente es la posición de los últimos Estados miembros ingresados en la Unión Europea que, provenientes de regímenes comunistas en la órbita de la extinta URSS, mantuvieron históricamente sistemas económicos de plan rígido o centralizado.

(37) Para 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. 39, «la intervención pública en que consiste la acción de oro pone de manifiesto (...) la naturaleza gradual de estos procesos, que exigen un tiempo de transición en ese paso del monopolio al mercado concurrencial. En efecto, estas prerrogativas (o “acciones de oro”) estatales afectan a empresas que, además de monopolistas —legales, naturales— operan en sectores económicos cruciales del país; las características de estas empresas, unidas a que implican intereses públicos —el de millones de consumidores ahora garantizados por la propiedad pública— explican que no sea indiferente el destino de la empresa privatizada, su estructura accionarial, o la calidad y extensión del servicio, lo que obliga a adoptar soluciones legales que concilien la propiedad privada con la tutela del interés general. Los poderes especiales (o “acciones de oro”) tienen el fin limitado y específico de tutelar el interés general y evitar disfunciones del gobierno en el primer impacto societario privado, por lo que deben configurarse respetando los principios del ordenamiento interno y comunitario».

la nueva regulación comunitaria de la economía común de los Estados miembros salvaba con ventaja y objetividad los reales y efectivos intereses generales⁽³⁸⁾.

Ha de repararse en que «las inversiones intracomunitarias han adquirido una amplitud considerable en toda la Unión Europea y son muchos los sectores económicos que han experimentado este fenómeno. La creación del mercado único ha jugado, sin duda, un papel determinante en este sentido. Ante tal situación, algunos Estados miembros se han visto en la necesidad de adoptar diversas medidas para seguir y, en algunos casos, controlar esta evolución trascendente», algunas de aquellas medidas, adoptadas en el pasado, estaban ancladas en las legislaciones generales, como los textos reglamentarios relativos al control de cambios, a las sociedades anónimas, etc., en tanto que posteriormente se han venido adoptando otras, «en el marco de los programas de privatización acometidos a lo largo de los últimos años por diversos Estados miembros», que han planteado «problemas de compatibilidad con la legislación comunitaria», en particular la libertad de movimientos de capitales y el derecho de establecimiento, perjudicando el funcionamiento del mercado único⁽³⁹⁾.

El ordenamiento jurídico de la Unión Europea no cuestiona la legitimidad de la intervención del Estado en la economía, admitiendo las formas tradicionales⁽⁴⁰⁾, constituyendo uno de sus aspectos nucleares el principio de «neutralidad en lo tocante a la titularidad de las empresas, entendidas en sentido económico, es decir, como medios

(38) 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»), pp. 29-30, los condicionamientos impuestos por la normativa europea a la pervivencia de la empresa pública «desmienten la neutralidad de Tratado, al menos tal y como se concibió por los fundadores de la Comunidad».

(39) Siguiendo el contenido de la «Comunicación de la Comisión relativa a determinados aspectos jurídicos que afectan a las inversiones intracomunitarias» (97/C 220/06).

(40) Indican SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., «La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas», *RDBB*, núm. 97, enero-marzo de 2005, pp. 102-103, que aquellas se concretan en «actividad reguladora (que) supone la creación de normas jurídicas que enmarcan, dirigen o constriñen la actividad económica de los particulares (...). Actividad de fomento. A través de la actividad de fomento la administración pública trata de estimular la realización de determinadas actividades por los sujetos privados, porque se consideran beneficiosas para la colectividad (...). Actividad pública empresarial. La administración realiza por sí misma una actividad empresarial de producción de bienes y servicios destinados a terceros. Se trata del supuesto de intervención más directa del sector público en la economía»; Según GALBRAITH J. K., op. cit. (*La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo*), cuyo Capítulo IV lleva el sugestivo título «El mito de los dos sectores», p. 61, «es posible criticar el mito de los dos sectores y sus formidables consecuencias con cierta determinación y apremio (...). Ni en términos sociales ni políticos el mito puede considerarse un fraude inocente (...). En épocas recientes la intromisión en el llamado sector público por parte del sector privado se ha convertido en lugar común. Tras haber conquistado plena autoridad en la gran corporación moderna, era natural que la dirección ejecutiva extendiese sus tentáculos al ámbito político y gubernamental. En otros tiempos era el capitalismo el que se proyectaba sobre lo público, hoy la que lo hace es la dirección corporativa».

de producción»⁽⁴¹⁾. Aquel ordenamiento «no prejuzga en modo alguno el régimen de propiedad en los Estados miembros», limitándose a definir los límites que el Derecho comunitario les impone cuando actúan en el mercado, esto es, como agentes u operadores del mercado, porque «esta forma de intervención, 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 privatizado»⁽⁴²⁾.

De modo contundente se manifiesta al respecto el artículo 345 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE)⁽⁴³⁾, según el cual las normas fundacionales comunitarias «no prejuzgan en modo alguno el régimen de la propiedad en los Estados miembros». Precepto que «no sustrae los regímenes de propiedad existentes en los Estados miembros a la aplicación de las normas fundamentales del (Derecho de la Unión Europea), por lo que no puede invocarse para justificar obstáculos a las libertades previstas por (los Tratados), que sean consecuencia de privilegios que se atribuyan los Estados miembros en su condición de accionistas de una empresa privatizada».

El paso de una empresa del sector público al sector privado es una decisión de política económica, la cual, en tanto tal, es competencia exclusiva de los Estados miembros. No obstante, en virtud del principio europeo de «neutralidad» respecto del régimen de la propiedad, imponer restricciones tanto en «adquisiciones de títulos

(41) Conclusión 52, de las presentadas por el Abogado General, Sr. Ruiz-Jarabo Colomer, D., el 3 de julio de 2001, conjuntamente para los asuntos C-367/98 (Comisión de las Comunidades Europeas contra la República Portuguesa), C-483/99 (Comisión de las Comunidades Europeas contra la República Francesa) y C-503/99 (Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de Bélgica). Resueltos por tres sentencias del Tribunal de Justicia de 4 de julio de 2002. Fundamenta aquel Abogado General el principio de «neutralidad» del Tratado, en sus conclusiones 50-56, indicando que el «texto fundador (con referencia a la propuesta del ministro francés de Asuntos Exteriores, Sr. Robert Schuman, el 9 de mayo de 1950), contenía ya (...) la reserva del artículo 295 CE (...). El artículo 83 del Tratado CECA recoge esta formulación al disponer que “el establecimiento de la comunidad no prejuzga en modo alguno el régimen de propiedad de las empresas sujetas a las disposiciones del presente Tratado” (...). Del análisis de la gestación del precepto (aludiendo al artículo 295 CE), así como de su comparación con la disposición gemela del Tratado CECA, se deduce, con toda evidencia, que su objeto es declarar la neutralidad del Tratado en lo tocante a la titularidad de las empresas, entendidas en sentido económico, es decir como medios de producción (...). La expresión “régimen de propiedad” del artículo 295 CE no remite al ordenamiento civil de las relaciones patrimoniales (...), sino al conjunto ideal de normas de todo tipo, tanto de origen jurídico-privado, como de derecho público, que son capaces de otorgar la titularidad económica de una empresa, es decir que permiten a quien la ostenta ejercer una influencia decisiva en la definición y en la ejecución de todos o algunos de sus objetivos económicos».

(42) Vid. conclusión 26, de las presentadas por el Abogado General, Sr. Poiares Maduro, el 6 de abril de 2006, en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, resueltos por sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 20 de septiembre de 2006.

(43) Antiguo artículo 295 TCE.

nacionales» como en «inversiones directas»⁽⁴⁴⁾ contraría el Derecho de la Unión Europea⁽⁴⁵⁾, en lo referente tanto a la libre circulación de capitales como a la libertad de establecimiento, pues «la adquisición por parte de un inversor nacional de otro Estado miembro de la Unión Europea de participaciones de control en una empresa nacional, además de constituir una forma de movimiento de capitales, entra en el ámbito de aplicación de las disposiciones sobre el derecho de establecimiento»⁽⁴⁶⁾.

Por ello se ha venido considerando que «la prohibición para los inversores nacionales de otro Estado miembro de adquirir acciones con derecho a voto de sociedades nacionales en una cantidad superior a un número preestablecido y la obligación de solicitar autorización para adquirir acciones que superen un determinado límite» violenta el ordenamiento jurídico de la Unión Europea. De tal manera que al poderse utilizar, por los Gobiernos u otras autoridades públicas de los Estados miembros, los procedimientos de autorización para impedir que los inversores interesados en realizar inversiones de cartera adquieran participaciones mayoritarias por encima de los límites establecidos, tales medidas deben considerarse restricciones a las inversiones de

(44) «Entre las primeras figura la “adquisición por parte de no residentes» de acciones y obligaciones en empresas nacionales, efectuada con la mera intención de realizar una inversión financiera y no de influir sobre la gestión de la empresa. Esta operación se considera, por tanto, una forma de movimiento de capitales. Se trata de lo que generalmente, en los textos financieros, suele llamarse “inversiones de cartera”. Las inversiones directas se definen en las notas explicativas del (...) Anexo de la Directiva (88/361/CEE) como “cualquier tipo de inversión (...) 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. Así pues, este concepto debe entenderse en su sentido más amplio. (...) Por lo que se refiere a las empresas (...) que tengan el estatuto de sociedades por acciones, habrá participación con carácter de inversión directa cuando el paquete de acciones que posea una persona física, una empresa o cualquier otro tenedor ofrezca a dichos accionistas (...) la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad. De esta manera, la adquisición por parte de inversores nacionales de otro Estado miembro de participaciones en empresas nacionales, junto al pleno ejercicio de los correspondientes derechos de voto, también se considera una forma de movimiento de capitales”, precisa la Comunicación de la Comisión 97/C 220/06.

(45) Según expone la Comisión en la aludida Comunicación 97/C 220/06.

(46) Indicando la Comisión, en su Comunicación 97/C 220/06, que «el artículo 52 del Tratado (ahora artículo 59 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, también el artículo 49 del mismo Tratado), que regula el derecho de establecimiento, dispone que “las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro serán suprimidas (...). La libertad de establecimiento comprenderá el acceso a (...) la constitución y gestión de empresas (...), en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales”. Por consiguiente, los nacionales de otros Estados miembros de la Unión Europea deben tener el derecho de adquirir participaciones de control, ejercer íntegramente los correspondientes derechos de voto y gestionar empresas nacionales en las mismas condiciones que las establecidas por un determinado Estado miembro para sus propios ciudadanos (aplicación del principio de “trato nacional” a los inversores nacionales de otro Estado miembro de la Unión Europea). El respeto del principio del “trato nacional” prohíbe las discriminaciones tanto directas como indirectas. De este modo, quedan prohibidas, en virtud del artículo 52, no sólo las discriminaciones directas y explícitas por razones de nacionalidad de inversores nacionales de otros Estados miembros, sino también cualesquiera medidas nacionales que, por aplicación de otro tipo de criterios, pudiesen desembocar en el mismo resultado».

cartera. Todo ello con independencia de que semejantes medidas resulten indistintamente aplicables a todos los inversores, nacionales o extranjeros, y no solamente a estos últimos.

Asimismo, y por las mismas razones, se ha venido considerando que el derecho conferido a las autoridades nacionales, en contradicción con la ordenación generalmente establecida por el Derecho de sociedades, de vetar ⁽⁴⁷⁾ determinadas decisiones importantes de la empresa, o la designación de determinados consejeros, etc., contraría el Derecho de la Unión Europea.

Ciertamente semejantes procedimientos intervencionistas no encuentran amparo en nuestro sistema constitucional ⁽⁴⁸⁾. No obstante también es cierto que un régimen de autorizaciones generales podría considerarse compatible con el Derecho de la Unión Europea, en la medida y únicamente en los supuestos en que estas estuviesen «justificadas por razones imperiosas de interés general», y además respondiesen «a criterios objetivos, estables y públicos», puesto que, a falta de ellos, «dichos procedimientos podrían utilizarse de manera que el control de la empresa en cuestión quedase en manos de los operadores nacionales», y las libertades fundamentales reconocidas por el ordenamiento jurídico europeo «convertirse en ilusorias» ⁽⁴⁹⁾, sometiéndose su ejercicio «a la discrecionalidad de las autoridades administrativas» ⁽⁵⁰⁾.

Además tanto aquellas autorizaciones como los derechos conferidos a las autoridades nacionales para imponer su veto sobre determinadas decisiones importantes de

⁽⁴⁷⁾ Con ocasión de la posibilidad asociada a la «golden share» o «acción de oro» de «emitir la mayoría de los votos en una votación de la asamblea general en el caso de que alguien se ofrezca a adquirir más del 50% de las acciones ordinarias», precisa PEÑAS MOYANO, B., op. cit. («Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense»), p. 171, que «retrata, en definitiva, de la posibilidad de ejercitar el derecho de veto sobre determinadas decisiones de la asamblea general, careciendo normalmente de voto en la asamblea general fuera de esas decisiones tan importantes».

⁽⁴⁸⁾ En relación con el artículo 128 de nuestra Constitución resulta que «la intervención de empresas, a diferencia de la reserva de servicios o recursos esenciales, no implica la transferencia de la titularidad jurídica de aquellas a favor del sector público. Al mismo tiempo el concepto de intervención conlleva la idea de acción pública transitoria, muy limitada en el tiempo y realizada en función de circunstancias económicas-sociales muy concretas (...). No estamos en presencia de un precepto que permita la actuación del Estado como empresario, ostentando la titularidad de las empresas intervenidas, ni siquiera un poder de dirección efectivo de manera estable y permanente. Se trata de hacer posibles actuaciones de auténtica emergencia», indica CAZORLA PRIETO, L., «Artículo 128», en *Comentarios a la Constitución*, Civitas, Madrid, 1980, pp. 1353-1354 (con cita de MUÑOZ LÓPEZ, A., «Empresas públicas y Constitución», en *Estudios sobre el Proyecto de Constitución*, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, 1978, p. 335).

⁽⁴⁹⁾ Recogiendo la doctrina ya sentada tempranamente por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en sus sentencias de 31 de diciembre de 1984, Luisi e Carbone, asuntos acumulados C-286/82 y 26/83; de 23 de febrero de 1995, Bordessa, asuntos acumulados 358/93 y 416/93, así como más tarde en la sentencia 14 de diciembre de 1995, Sanz de Lera; asuntos acumulados C-163/94, C-165/94 y C-250/94. Habiéndose estimado por aquel Tribunal comunitario que el «margen de maniobra» que dejan estos procedimientos de autorización haría ilusoria esta libertad.

⁽⁵⁰⁾ Según se expone en la Comunicación 97/C 220/06.

la empresa que se consideren por las autoridades nacionales contrarias a los intereses generales, para que no perjudiquen o hagan menos atractivo el ejercicio de las libertades fundamentales garantizadas por el Derecho de la Unión Europea, no podrán en ningún caso aplicarse de manera discriminatoria respecto de los ciudadanos de otros Estados miembros.

Las autorizaciones, derechos de veto u otras cualesquiera medidas, en su caso, habrán de estar efectivamente justificadas por razones imperiosas de interés general y garantizar la realización del objetivo que persigan, no pudiendo ir más allá de lo estrictamente necesario para alcanzarlo. No pudiéndose invocar el «interés nacional» como criterio básico para justificarlas, pues mediante su invocación podría pretenderse encubrir tanto criterios económicos como no económicos, lo cual no sólo generaría inseguridad jurídica, sino que se mostraría contrario a los intereses de la Unión Europea.

2.2. Noción y delimitación

Se afirma que «cuando los derechos especiales son vinculados a acciones concretas durante el tiempo en que tales acciones son detentadas por una persona determinada hablamos de golden shares, o sea de “acciones de oro”»⁽⁵¹⁾. No obstante, la noción misma de «golden share» o «acción de oro» dista de ser clara, debiéndose diferenciar de fenómenos cercanos⁽⁵²⁾, y, consecuentemente, también entre un concepto amplio o impropio y otro estricto o propio de «golden share» o «acción de oro», porque «no importa tanto si las prerrogativas exorbitantes se incorporan formalmente a algunas

(51) PEÑAS MOYANO, B., op. cit. («Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense»), p. 169.

(52) 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 (que bien pudiera conocerse como el asunto «Ley Volkswagen»), y de 6 de diciembre de 2007, asuntos acumulados C-463/04 y C-464/04, Federconsumatori, Adiconsum, ADOC, Ercole Pietro Zucca y Associazione Azionariato Difuso dell'AEM SpA, Filippo Cuccia, Giacomo Fragarpane, Prieto Angelolo Puggioni, Annamaria Sanchirico, Sandro Sartorio, contra Comune di Milano; Han de tenerse en cuenta, en relación al segundo procedimiento (asuntos acumulados C-4643/04 y C-464/04), las siguientes consideraciones: a) La observación efectuada por el abogado General Sr. Poiares Maduro, en la conclusión 26 de las presentadas el 7 de septiembre de 2006, según la cual «los Estados no tienen derecho a limitar de manera selectivo 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 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; b) La referencia sistemática, para fundamentar las cuestiones prejudiciales planteadas por el Tribunal *a quo* (Tribunale amministrativo regionale per la Lombardia) al Tribunal de Justicia de la Unión Europea, a la jurisprudencia de este último Tribunal comunitario referente a la «golden share» o «acción de oro».

participaciones del capital, sino si se atribuyen de una manera privilegiada hasta el punto de disuadir al inversor, en particular al extranjero»⁽⁵³⁾.

Con carácter general se indica que su contenido puede ser variado, suponiendo normalmente 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»⁽⁵⁴⁾; b) «Necesidad de autorización administrativa, previa o posterior, 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.»⁽⁵⁵⁾; c) «Atribución al Estado de derechos políticos especiales o exorbitantes (...) como socio, cuando continúa participando en el capital de la sociedad. Se puede, por ejemplo, atribuir a la Administración un derecho a nombrar algún miembro del órgano de administración, otorgar más derechos de voto de los que derivan de su participación, etc.»⁽⁵⁶⁾; d) 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»⁽⁵⁷⁾.

(53) Indica el Abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la conclusión 44 de las presentadas mediante su escrito de fecha 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: «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 una idea reduccionista de lo que deba entenderse por tales derechos».

(54) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., op. cit. («La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas»), p. 108. En este sentido debe destacarse que 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 LOFAGE 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 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».

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

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

(57) 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., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), pp. 151, y 158-160.

En cualquiera de aquellas manifestaciones se ha cuestionado la compatibilidad de la «golden share» o «acción de oro» con el derecho de propiedad y con la libertad de empresa⁽⁵⁸⁾. En relación con el instituto de la propiedad en cuanto que puede constituir

(58) Teniendo en cuenta que «el margen de libertad de que goza el empresario en el marco de una economía liberal se ha reducido por razón de la protección de intereses colectivos de diversa índole, y que la progresiva incorporación de finalidades sociales relacionadas con el uso o aprovechamiento de los distintos tipos de bienes sobre los que el derecho de propiedad puede recaer ha producido una diversificación de la institución dominical en una pluralidad de figuras o situaciones jurídicas reguladas con un significado y alcance diversos. De ahí que se venga reconociendo con general aceptación doctrinal y jurisprudencial la flexibilidad o plasticidad actual del dominio, que se manifiesta en la existencia de diferentes tipos de propiedades dotadas de estatutos jurídicos diversos, de acuerdo con la naturaleza de los bienes sobre los que cada derecho de propiedad recae. (Nuestra Constitución), en suma, no ha recogido una concepción abstracta del derecho de propiedad como mero ámbito subjetivo de libre disposición o señorío sobre el bien objeto del dominio reservado a su titular, sometido únicamente en su ejercicio a las limitaciones generales que las leyes impongan para salvaguardar los legítimos derechos o intereses de terceros o del interés general. Y ello hasta el extremo de que, no sólo la utilidad individual, sino también la función social, definen inescindiblemente el contenido del derecho de propiedad sobre cada categoría o tipo de bienes», indican las Sentencias del Tribunal Constitucional 37/1987, de 26 de marzo, y 281/2005, de 7 de noviembre. Precizando la misma jurisprudencia constitucional que el artículo 38 CE «se halla en directa conexión con los arts. 128 y 131, en relación con los cuales debe ser interpretado», y que en el precitado artículo 38 CE predomina «el carácter de garantía institucional». Añadiendo aquella jurisprudencia constitucional que al ser la economía de mercado el marco obligado de la libertad de empresa, «de un lado, viene a establecer los límites dentro de los que necesariamente han de moverse los poderes constituidos al adoptar medidas que incidan sobre el sistema económico de nuestra sociedad». Pero de otro lado, el artículo 38 CE puede justificar las actuaciones de los poderes públicos encaminadas a la ordenación del mercado, mediante medidas dirigidas a «evitar aquellas prácticas que puedan afectar o dañar seriamente un elemento tan decisivo en la economía de mercado como es la concurrencia entre empresas»; por lo que la defensa de la competencia, aparece así «como una necesaria defensa, y no como una restricción, de la libertad de empresa y de la economía de mercado, que se verían amenazadas por el juego incontrolado de las tendencias naturales de éste». Añadiendo la meritada jurisprudencia constitucional que «en el artículo 38 (no) se reconoce el derecho a acometer cualquier empresa, sino sólo el de iniciar y sostener en libertad la actividad empresarial». Concluye aquella jurisprudencia constitucional lo siguiente: «Se desprende con claridad tanto un límite negativo como otro positivo del derecho de libertad de empresa; constituyendo el segundo, (...) “el de iniciar y sostener en libertad la actividad empresarial”. De manera que si la Constitución garantiza el inicio y el mantenimiento de la actividad empresarial “en libertad”, ello entraña en el marco de una economía de mercado, donde este derecho opera como garantía institucional, el reconocimiento a los particulares de una libertad de decisión no sólo para crear empresas y, por tanto, para actuar en el mercado, sino también para establecer los propios objetivos de la empresa y dirigir y planificar su actividad en atención a sus recursos y a las condiciones del propio mercado. Actividad empresarial que, por fundamentarse en una libertad constitucionalmente garantizada, ha de ejercerse en condiciones de igualdad pero también, de otra parte, con plena sujeción a la normativa sobre ordenación del mercado y de la actividad económica general». Indica la STC 227/1993, de 9 de julio, lo siguiente: «Conviene recordar que es la propia Constitución, (en el mismo artículo 38 CE), la que condiciona el ejercicio de esa libertad a “las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación”. Se constata de este modo, (...), la inexistencia en el Derecho constitucional contemporáneo de derechos absolutos y prevalentes frente a otros derechos fundamentales o de rango constitucional. Pero, además, en un Estado social y democrático de Derecho, como el que proclama el artículo 1 de la Constitución, es lícitamente posible para el

una velada expropiación del núcleo mismo del derecho de propiedad al posibilitar la exclusión o limitación substancial 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⁽⁵⁹⁾.

Además, no puede dejarse de considerar que el ejercicio de las facultades atribuidas por una «golden share» o «acción de oro» conlleva un «riesgo de contaminación política»⁽⁶⁰⁾ que se contrapone tanto a los intereses nacionales estratégicos a proteger⁽⁶¹⁾ como al «interés público a la continuidad/calidad del servicio prestado»⁽⁶²⁾ que constituyen su razón existencial, y producir graves interferencias en el correcto funcionamiento de los mercados de valores, con grave daño para la economía financiera⁽⁶³⁾.

legislador la introducción de límites y restricciones al ejercicio de derechos de contenido patrimonial, como son los de propiedad y libertad de empresa, por razones derivadas de su función social (STC 111/1983). En este sentido, la libertad de empresa, junto a su dimensión subjetiva, tiene otra objetiva e institucional, en cuanto elemento de un determinado sistema económico, y se ejerce dentro de un marco general configurado por las reglas, tanto estatales como autonómicas, que ordenan la economía de mercado»; Vid. PIPES, R., «Propiedad y libertad. Dos conceptos inseparables a lo largo de la historia», Turner. Fondo de Cultura Económica, Madrid, 2002; También ESCOHOTADO, A., «Los enemigos del comercio. Historia de las ideas dsobre la propiedad privada», Espasa, t. I, Madrid, 2008.

⁽⁵⁹⁾ «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 mercado nacional», indica el Abogado General Sr. M. Poiares Maduro, en la conclusión 29 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.

⁽⁶⁰⁾ 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.

⁽⁶¹⁾ Así «garantizar el abastecimiento energético en España», manifestaba el ministro Solbes en declaraciones recogidas en diario económico *Expansión* de 21 de abril de 2007, p. 5.

⁽⁶²⁾ 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.

⁽⁶³⁾ Pues 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; Como 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, «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».

En definitiva, la «golden share» o «acción de oro» constituye 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»⁽⁶⁴⁾.

En su sentido más amplio «golden share» o «acción de oro» evoca «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», o «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»⁽⁶⁵⁾, o que «están vinculadas a la prestación de servicios públicos»⁽⁶⁶⁾.

Noción amplia que puede tacharse de inadecuada⁽⁶⁷⁾, por cuanto refiere un conjunto de «facultades especiales, que adoptan diversas 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)»⁽⁶⁸⁾, no estando vincula-

(64) recisa 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.

(65) 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 dos sentencias de fecha 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 tres sentencias 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*), pp. 99-100, que «esa norma (con referencia a la Ley 5/1995), 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».

(66) Según BUSTILLO SAIZ, M.^º 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, 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»; Debe diferenciarse la «golden share» o «acción de oro» de otras posibles intervenciones en del Estado en relación con determinadas sociedades mercantiles.

(67) BUSTILLO SAIZ, M.^º 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.

(68) 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.

das a la necesaria titularidad de acciones ni a que estas, en su caso, tengan la consideración de especiales o privilegiadas⁽⁶⁹⁾, o a que tengan valor nominal alguno⁽⁷⁰⁾.

Se trata, según esta noción amplia, de un conjunto de prerrogativas que se contradicen con la finalidad inherente a las privatizaciones. Efectivamente, 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»⁽⁷¹⁾.

Panoplia de sistemas, técnicas y prerrogativas que «distorsionan el ordenamiento interno de la sociedad según deriva de la disciplina general de las sociedades»⁽⁷²⁾, permitiendo, mediante esas distorsiones del sistema de economía de mercado, «mantener bajo control nacional empresas estratégicas o de utilidad pública a pesar de su privatización (...) limitando las inversiones intracomunitarias a través del veto o la limitación de la presencia de otros accionistas»⁽⁷³⁾.

Constituyen pues, un conjunto de técnicas jurídico-públicas o administrativas de intervención, en puridad, «ajenas al Derecho de sociedades, al resultar de derechos otorgados al poder público incompatibles con el régimen general de sociedades»⁽⁷⁴⁾,

(69) 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. 9.

(70) ALEMÁN LAÍN, P., «Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el Derecho norteamericano», *RdS-Monografías*, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2003, p. 135, indica que «es sabido que en el Derecho español de sociedades anónimas no caben acciones cuya 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.

(71) 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»), pp. 11-12.

(72) 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.

(73) 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.

(74) GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 192.

que se han considerado «impropias de un sistema económico de mercado»⁽⁷⁵⁾, y que han desembocado, a la postre, en la determinación de un conjunto de sociedades de difícil calificación, «ni públicas ni privadas»⁽⁷⁶⁾. Cuyo régimen singular genera inseguridad jurídica y perturba el funcionamiento del sistema económico.

Por el contrario, en sentido propio o estricto (*stricto sensu*), la «golden share» o «acción de oro» alude a una acción especial y 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. 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»⁽⁷⁷⁾. Tratándose también como «una acción superprivilegiada con derechos especiales, pero habitualmente privada del derecho a voto, conferida al Estado»⁽⁷⁸⁾.

Aquellas dos nociones de la «acción de oro» envuelven dos concepciones sustancialmente diferentes, pues mientras una se mantiene en el ámbito del derecho de sociedades la otra lo excede. Si se atiende a la noción más estricta se está haciendo referencia a supuestos y posibilidades de control societario previstos, con más o menos laxitud, en las diferentes legislaciones mercantiles nacionales. Sin embargo que «el socio público no sea titular de ninguna acción de la sociedad 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»⁽⁷⁹⁾.

No obstante, semejantes nociones distan de ser contrapuestas, pudiéndose advertir un punto de conexión entre ambas, indicándose que «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»⁽⁸⁰⁾, «un acto de autoridad»⁽⁸¹⁾, o «una potestad administrativa de intervención en la activi-

(75) GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 192.

(76) GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 192.

(77) CRUZ FERRER, J., *Principios de regulación económica en la Unión Europea*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2002, p. 292.

(78) Según RUIZ PERIS, I., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), p. 150.

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

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

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

dad económica»⁽⁸²⁾. Afirmación que no obsta a que la configuración jurídica de la «golden share» o «acción de oro», según la noción más amplia o la más estricta, no deje de conllevar consecuencias nada despreciables respecto de la validez y eficacia de las pertinentes decisiones o acuerdos de la empresa privatizada⁽⁸³⁾.

Así, si se acoge la noción más amplia (conjunto de potestades públicas), entonces la propia norma jurídica reguladora de la «acción de oro» puede establecer las consecuencias anudadas a los acuerdos o actos societarios que no observen o contravengan las autorizaciones administrativas u otros requisitos requeridos y en ella establecidos⁽⁸⁴⁾, soliendo prevenir expresamente la nulidad radical o absoluta del acto o acuerdo infractor. Incluso si la norma reguladora no prevé expresamente semejantes consecuencias, la deducible vinculación de «golden share» o «acción de oro» a objetivos y necesidades de carácter estratégico, a la tutela de los intereses generales o a la preservación de la regular prestación de un servicio público, determinará que los actos y acuerdos societarios que la contradigan adolezcan de un vicio determinante de su nulidad absoluta.

Sin embargo, cuando la «golden share» o «acción de oro» se concibe en sentido estricto, *stricto sensu*, entonces parece que su contravención no tendrá consecuencias tan drásticas, dejando que sea en definitiva el Estado, en cuanto que «propietario de la acción de oro», quien evalúe el alcance del acuerdo o actuación societaria y actúe, en su caso, sus privilegios.

La opción por una u otra concepción de la «acción de oro» o «golden share» ha ido orientándose mayoritariamente hacia una progresiva moderación del intervencionismo estatal en el marco de sistemas de «economía social de mercado», consecuentemente con la expansión y reafirmación de los criterios democráticos, y obediente a una perspectiva «pragmática» en busca de una mayor eficacia económica.

(82) 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. (*La 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.

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

(84) Ciertamente en la mayoría de los supuestos previstos en las diferentes legislaciones nacionales se trata de preservar intereses generales, garantizar la prestación de servicios públicos o de atender sectores económicos estratégicos para el desarrollo económico y el bienestar de los ciudadanos (consumidores), no obstante lo cual la posibilidad de que la configuración de su tutela pública se instrumente mediante diferentes técnicas jurídicas, que van desde el intervencionismo estatal más radical a la participación «privilegiada» en la dirección y gestión empresarial, mediante la titularidad de acciones que lleva aparejados «privilegios» (exorbitantes), determina consecuencias también muy diferentes.

III. REFERENCIA A LA «TRAYECTORIA JURISDICCIONAL COMUNITARIA» DE LAS «GOLDEN SHARES» O «ACCIONES DE ORO»

Las «golden shares» o acciones de oro, cuentan con una, ya larga, historia jurisdiccional en el Tribunal de Justicia de la Unión Europea⁽⁸⁵⁾. La referencia a la jurisprudencia de aquel Tribunal es procedente por la «primacía» del Derecho de la Unión Europea y porque «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 de la Unión de que se trate, para la resolución del litigio principal»⁽⁸⁶⁾.

Al extremo de que «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»⁽⁸⁷⁾.

Además, «el órgano jurisdiccional 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»⁽⁸⁸⁾.

(85) Sobre la compatibilidad de las «golden shares» o «acciones de oro» con las libertades comunitarias, al tenor de aquella jurisprudencia, vid. RUIZ PERIS, I., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), pp. 162-172.

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

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

(88) STJUE de 5 de octubre de 2010, Georgi Ivanov Elchinov y Natsionalna zdravnoosiguritelna kasa, asunto C-173/09; Además ha de tenerse en cuenta, como precisa el Abogado General Sr. Pedro Cruz Villalón, en las conclusiones 23, 25 y 27, de las presentadas, en el asunto antes indicado, el 10 de junio de 2010, «el crecimiento del Derecho de la Unión, acompañado de la atribución a los tribunales nacionales de la responsabilidad de interpretación y aplicación de este ordenamiento, han convertido a las instancias supremas de los Estados miembros en las claves de bóveda de la cooperación judicial entre el Tribunal de Justicia y sus homólogos nacionales. Si a ello se suma que, tras las sucesivas modificaciones de los Tratados constitutivos, no existe, ni se contempla, la introducción de un recurso directo ante el Tribunal de Justicia contra las resoluciones de los tribunales nacionales, es evidente que las instancias superiores de los Estados miembros son actores determinantes en la supervisión de la recta aplicación del Derecho de la Unión. Esta atribución de poderes a las jurisdicciones nacionales supremas ha tenido lugar en un contexto en el que simultáneamente se ha incrementado su deber de velar por la recta

3.1. Doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en torno al sistema español de «golden share» o «acción de oro» (STJUE de 13 de mayo de 2003, asunto C-463/00, Comisión Europea contra el Reino de España).

La Comisión Europea demandó⁽⁸⁹⁾ a España ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea solicitando que declarase contrarios al Derecho europeo los artículos 2 y 3, apartados 1 y 2, de la Ley 5/1995⁽⁹⁰⁾ (modificada por Ley 63/2003), así como los Reales Decretos dictados en su desarrollo. Según la demanda los aludidos preceptos conculcaban el Derecho de la Unión Europea en la medida en que establecían un régimen de autorización administrativa previa no justificado de acuerdo con requisitos imperativos de interés general, sin fijar criterios objetivos, estables y públicos, y sin ajustarse al principio de proporcionalidad.

aplicación del Derecho de la Unión, así como el de tutelar los derechos que este ordenamiento confiere a los ciudadanos». Además «los Estados miembros han desarrollado garantías que contribuyen a que los tribunales de última instancia no queden indemnes al dictar resoluciones que pasen por alto la intervención del Tribunal de Justicia. Las jurisdicciones constitucionales de varios Estados miembros han reorientado en este sentido, si bien con distintas intensidades, los recursos directos para la protección de derechos fundamentales». Por otra parte, «a medida que los tribunales de última instancia comienzan a responder directamente por sus resoluciones contrarias al Derecho de la Unión, el sacrificio de la seguridad jurídica y de la autonomía procesal nacional pierde urgencia en orden a garantizar la efectividad de este ordenamiento. En particular, no parece igualmente necesario que un tribunal de instancia vea abierta la posibilidad de excepcionar su organización jerárquica interna a fin de preservar la efectividad del Derecho de la Unión, pues, entre otras cosas, el titular de los derechos que confiere aquél puede ahora acudir a una acción de responsabilidad por acto judicial; y, si lo permite su Derecho interno, también tendrá a su disposición la revisión de oficio del acto que confirmó la sentencia ilegal. Incluso el procedimiento por incumplimiento puede ahora servir para tutelar a la parte que ha sufrido la interpretación errónea del Derecho de la Unión por parte del tribunal superior, sobre todo en los casos en los que Estados miembros prevén recursos extraordinarios de revisión para anular sentencias firmes que son declaradas ilegales por el Tribunal de Justicia en el marco de un incumplimiento».

⁽⁸⁹⁾ El itinerario previo a la interposición de la demanda se recoge en la propia sentencia y, como en ella se expone, «mediante escrito de 26 de octubre de 1998, la Comisión informó al Gobierno español de que consideraba que el régimen de autorización administrativa previa establecido por la Ley 5/1995 y por los Reales Decretos 3/1996, 8/1997, 552/1998 y 929/1998 podía infringir las disposiciones del Tratado CE relativas a la libre circulación de capitales y a la libertad de establecimiento. En consecuencia, la Comisión instó a dicho gobierno a comunicarle sus observaciones (...). El Gobierno español respondió al mencionado escrito de requerimiento mediante escrito de 17 de enero de 1999, en el que afirmaba que las medidas controvertidas eran conformes con el Derecho comunitario. Mediante un nuevo escrito de 18 de marzo de 1999, dicho Gobierno precisó su punto de vista». La Comisión entonces «dirigió al Reino de España, el 2 de agosto de 1999, un dictamen motivado, instando a dicho estado a atenerse a su contenido (...). El Gobierno español respondió al dictamen motivado mediante escrito de 3 de noviembre de 1999. En dicho escrito, explicaba detalladamente el sistema español de privatización de determinadas empresas que (operaban) en el sector público y reiteraba su opinión de que las medidas controvertidas eran compatibles con el Derecho comunitario, y en particular con los artículos 43 CE, 56 CE y 295 CE».

⁽⁹⁰⁾ Vid. RUIZ PERIS, I., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), pp. 150-151.

En su resolución jurisdiccional, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, tras las afirmaciones acerca de que, según el artículo 56 CE⁽⁹¹⁾, apartado 1, quedaban «prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y países terceros», y que aun cuando el Tratado no definía los conceptos de movimientos de capital, la nomenclatura recogida en el anexo I de la Directiva 88/361, así como las notas explicativas que allí figuraban, tenían un valor indicativo que debía seguirse, consideró que «una inversión directa en forma de participación en una empresa mediante la posesión de acciones, así como la adquisición de títulos en el mercado de capitales, constituirían movimientos de capitales en el sentido del artículo 56⁽⁹²⁾ CE»⁽⁹³⁾, resolviendo en contra del Reino de España.

En la meritada resolución jurisdiccional, se detuvo el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en determinar si la Ley 5/1995 y los Reales Decretos dictados en su desarrollo, por los que se sometían a la autorización previa de la Administración nacional determinados acuerdos⁽⁹⁴⁾ de concretas sociedades mercantiles privatizadas, resultaban compatibles con el Derecho de la Unión Europea. Indica el Tribunal de Justicia en su 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».

Concluyendo que, en primer lugar, «una normativa que, como el artículo 3, apartado 2, de la Ley 5/1995, (limitaba) la adquisición de participaciones (constituía) una restricción a la libre circulación de capitales»⁽⁹⁵⁾ y, en segundo lugar, «la normativa

(91) Actual artículo 63 TFUE.

(92) Actual artículo 63 TFUE.

(93) Especificando que «con arreglo a las notas explicativas, la inversión directa, en particular, se caracteriza por la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión y en el control de una sociedad».

(94) 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».

(95) Cabe recordar que, según el Tribunal de Justicia comunitario, «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

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, (constituía) una restricción a los movimientos de capitales en el sentido del artículo 56 CE». En aquella resolución jurisdiccional el Tribunal de Justicia de la Unión Europea no se detuvo en la imputada vulneración por la norma española precitada del artículo 43 CE⁽⁹⁶⁾, por considerar que «las restricciones a la libertad de establecimiento⁽⁹⁷⁾ impuestas por (aquella) normativa (eran) consecuencia

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» (SSTJCE de 24 de junio de 1986, asunto 157/85, y de 27 de octubre de 2005, asunto C-329/03). Como 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, «debe recordarse que el único considerando de la Directiva afirma que la consecución de los objetivos del Tratado exige la 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».

⁽⁹⁶⁾ Actual artículo 49 TFUE.

⁽⁹⁷⁾ Según el Tribunal de Justicia comunitario «el artículo 43 CE exige la supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento. Deben considerarse restricciones de esta índole todas las medidas que prohíban, obstaculicen o hagan menos interesante el ejercicio de dicha libertad (SSTJCE de 30 de noviembre de 1995, asunto C-55/94, de 1 de febrero de 2001, asunto C-108/96, de 17 de octubre de 2002, asunto C-79/01, y de 5 de octubre de 2004, asunto C-442/02). Afirmando que «la libertad de establecimiento, que el artículo 52 del Tratado reconoce a los nacionales comunitarios y que implica para ellos 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, comprende, conforme al artículo 58 del Tratado, para las sociedades constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro y cuya sede social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro de la Comunidad, el derecho a ejercer su actividad en el Estado miembro de que se trate por medio de una filial, sucursal o agencia» [SSTJCE de 21 de septiembre de 1999, asunto C-307/97, de 23 de febrero de 2006, asunto C-471/04, de 23 de febrero de 2006 (dos sentencias), asuntos C-253/03 y C-471/04, y de 14 de diciembre de 2006, asunto C-170/05]. «Además, si bien las disposiciones del Tratado relativas a la libertad de establecimiento, según su tenor literal, se proponen asegurar el disfrute del trato nacional en el Estado miembro de acogida, se oponen, asimismo, 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» (SSTJCE de 16 de julio de 1998, asunto C-264/96, de 13 de diciembre de 2005, asunto C-446/03, y 29 de marzo de 2007, asunto C-347/04). Debiendo añadirse que según aquella jurisprudencia «el derecho a la libertad de establecimiento se reconoce no sólo a los nacionales comunitarios sino también a las sociedades 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 Comunidad (SSTJCE de 27 de septiembre de 1988, asunto 81/87, de 9 de marzo de 1999, asunto C-212/97, de 5 de noviembre de 2002, asunto C-208/00, y de 14 de octubre de 2004, asunto C-299/02). Sobre restricciones a la libertad de establecimiento vid. conclusiones 93 a 154 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.

directa de los obstáculos a la libre circulación de capitales, a los que se encontraban indisociablemente ligadas»⁽⁹⁸⁾.

Efectúa además el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en la resolución precitada, una observación, nuclear en cualquier régimen de «acción de oro», y según la cual 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 privatizan posteriormente, cuando dichas empresas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general⁽⁹⁹⁾, (no obstante) tales preocupaciones no autorizan, sin embargo, a los Estados miembros a alegar sus regímenes de propiedad, contemplados en el artículo 295⁽¹⁰⁰⁾ CE, 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 Tratado»

Según indica en la mentada resolución el Tribunal de Justicia comunitario, reiterando propia doctrina, «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 58 CE⁽¹⁰¹⁾, apartado 1, o por razones imperiosas de interés general. Además, para que pueda justificarse de esta manera,

⁽⁹⁸⁾ 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 «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».

⁽⁹⁹⁾ Destacando el Tribunal de Justicia de la Unión Europea que la empresa Tabacalera S.A., que producía tabaco, y Corporación Bancaria Española, S.A. (Agentaria), integrada por bancos comerciales que operaban en el sector 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, 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 una 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, «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».

⁽¹⁰⁰⁾ Actual artículo 345 TFUE.

⁽¹⁰¹⁾ Actual artículo 65 TFUE.

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».

Sin embargo la Administración española, destacó el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, disponía «de una facultad discrecional especialmente amplia que (menoscababa) la libre circulación de capitales y que (podía) incluso reducirla a la nada». Considerando que «el régimen controvertido (iba) más allá de lo necesario para alcanzar el objetivo invocado»⁽¹⁰²⁾. De tal manera que cualquier régimen de autorización administrativa previa, como el establecido en la Ley 5/1995 y la normativa dictada en aplicación del artículo 4 de aquella Ley, debía⁽¹⁰³⁾ «ser proporcionado respecto del fin perseguido, de modo que no (pudiera) alcanzarse el mismo objetivo con medidas menos restrictivas», debiendo basarse en criterios objetivos, no discriminatorios y conocidos de antemano por las empresas interesadas⁽¹⁰⁴⁾. Lo que incumplía la normativa española objeto de consideración⁽¹⁰⁵⁾.

3.2. Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en torno a las «golden shares» o «acciones de oro», en otros ordenamientos jurídicos europeos

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea en diferentes y sucesivas sentencias ha resuelto sobre las demandas interpuestas por la Comisión contra diversos Estados miembros que mantenían «golden shares» o «acciones de oro» en diferentes sociedades privatizadas. De seguido se expone, y en orden cronológico, brevemente la doctrina establecida en ellas por aquel Tribunal de Justicia.

(102) Que no era otro sino «la prevención de dificultades en el abastecimiento de productos petrolíferos y de electricidad, así como en la prestación de servicios de telecomunicaciones».

(103) Además de que «cualquier persona afectada por medidas de este tipo debe poder disponer de un medio de impugnación jurisdiccional».

(104) La normativa española, precisa el Tribunal de Justicia comunitario, «no (supeditaba) el ejercicio de este derecho (autorizar 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%, y 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), a requisito alguno. No se (proporcionaba) a los inversores afectados precisión alguna acerca de las circunstancias específicas y objetivas en las que se (concedía) o (denegaba) la autorización previa. Tal indeterminación no (permitía) que los particulares conozcan el alcance de sus derechos y obligaciones que se (derivaban) del artículo 56 CE», por lo que debía considerarse, concluye aquel Alto Tribunal, «que dicho régimen (era) contrario al principio de seguridad jurídica».

(105) Que no resultaba desmentida por la circunstancia de que aquella normativa estableciera «un régimen con un plazo de vigencia limitado a diez años», precisó el Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

En su sentencia de fecha 4 de junio de 2002, dictada en el asunto C-503/99, seguido a instancias de la Comisión contra el Reino de Bélgica⁽¹⁰⁶⁾ que, 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), las cuales 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), que estaba facultado para oponerse a tales operaciones si consideraba que atentaban a los intereses nacionales en el ámbito de la energía, y, por otra parte, permitían a aquel Ministro designar dos representantes del Gobierno federal en el Consejo de administración de aquellas sociedades, los cuales podían, a su vez, proponer al Ministro la anulación de cualquier decisión que considerasen contraria a la política energética del país⁽¹⁰⁷⁾.

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea, partiendo, en la indicada resolución jurisdiccional, de que el Derecho europeo garantizaba la libre circulación de capitales entre Estados miembros y con terceros países, prohibiendo todas las restricciones a los movimientos de capitales⁽¹⁰⁸⁾, acaba afirmando que si bien, por una parte, «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 privatizan posteriormente, cuando estas empresas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general», por otra parte «tales preocu-

⁽¹⁰⁶⁾ Apoyado por el reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

⁽¹⁰⁷⁾ 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 a 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 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 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.

⁽¹⁰⁸⁾ Acudiendo a la Directiva 88/361, que diferenciaba entre inversiones directas y en cartera, consideró que todas ellas constituían «movimientos de capitales».

paciones no autorizan, sin embargo, a los Estados miembros a alegar sus regímenes de propiedad⁽¹⁰⁹⁾ para justificar obstáculos a las libertades previstas en el (Derecho europeo) que (fueran) consecuencia de privilegios que se les (atribuyesen) en su condición de accionistas de una empresa privatizada»⁽¹¹⁰⁾.

Según indica el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en la meritada resolución jurisdiccional, 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 que se aplique 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)⁽¹¹¹⁾. Precizando que, si bien garantizar la seguridad del abastecimiento energético en caso de crisis respondería a un interés público legítimo, éste debía, en todo caso, interpretarse «en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no (pudiese) determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones comunitarias».

Repara aquel Tribunal de Justicia en que, en un sistema como el que era objeto de atención, 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 de que peligrasen los objetivos de política energética, debiendo motivarse formalmente y, por ello, ser objeto de un control jurisdiccional efectivo.

Por consiguiente, considerando que aquel sistema 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»⁽¹¹²⁾ y que el 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», el Tribunal de Justicia resolvió que aquella normativa se hallaba «justificada por el objetivo» consistente en «garantizar la seguridad del abastecimiento energético en caso de crisis».

(109) Referidos en el antiguo artículo 222 del Tratado, ahora artículo 252 TFUE.

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

(111) 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.

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

Semejante resolución jurisdiccional del Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha de considerarse singular, pues las demás resoluciones jurisdiccionales del mismo Tribunal sobre «golden shares» o «acciones de oro», tanto de la misma fecha como posteriores, en absoluto justifican su existencia. Efectivamente, en las 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⁽¹¹³⁾, las resoluciones adoptadas por el Alto Tribunal comunitario fueron muy diferentes a la que adoptó en el asunto C-503/99, al que se acaba de aludir en los apartados que preceden.

En el primero de aquellos asuntos, C-367/98, la normativa nacional controvertida, Ley marco 11/90, relativa a las privatizaciones, así como una serie de Decretos-leyes de privatización de empresas adoptados en aplicación de la mentada Ley-marco, podían limitar la cantidad de acciones que eran susceptibles de ser adquiridas o suscritas por el conjunto de entidades extranjeras o de capital mayoritariamente extranjero, estableciendo asimismo que podían establecerse límites a la cuota máxima de participación en el capital social de determinadas sociedades, y su control, so pena de la venta forzosa, salvo la autorización ministerial pertinente, de las acciones que superasen aquellos límites, lo que efectivamente establecieron los Decretos-leyes 389/93 y 65/94.

Aquella normativa contrariaba notoriamente el Derecho de la Unión Europea, como puso de manifiesto la Comisión, tanto porque prohibía a los inversores de otros Estados miembros adquirir acciones de determinadas sociedades privatizadas portuguesas por encima de un determinado límite, lo que suponía una discriminación evidente por razón de la nacionalidad, como porque la necesidad de obtener una autorización previa para adquirir acciones que sobrepasasen un cierto límite contrariaba la libre circulación de capitales, así como la libertad de establecimiento.

Indicó el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en la precitada resolución jurisdiccional que «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», y que 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» y, en consecuencia, (podía) «hacer que la libre circulación de capitales (fuera) ilusoria». Rechazando con singular contundencia tanto el sistema de autorización administrativa previa, porque «debe ser proporcionado respecto del fin perseguido, de forma que no pueda alcanzarse el mismo objetivo con medidas menos restrictivas, en particular,

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

mediante un sistema de declaraciones *a posteriori*», como que motivos de naturaleza económica o intereses financieros pudiesen «constituir una justificación válida de restricciones» de una libertad fundamental, resolviendo en contra de la República Portuguesa.

Referir la doctrina establecida por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en su sentencia de 4 de junio de 2002, dictada en el asunto C-483/99, exige aludir previamente a la regulación obrante en el sistema francés relativa a la «acción de oro» o «l'action spécifique»⁽¹¹⁴⁾. En aquel sistema jurídico se distinguen al respecto dos etapas sucesivas diferentes. En la primera etapa, que se inició con la Ley de privatización de 6 de agosto de 1986, se facultaba al Estado francés para que modificase los estatutos de determinadas sociedades objeto de privatización, de entre las que se enumeraban en la Ley de 2 de julio del mismo año, con el fin de proteger intereses nacionales. Con esta legislación se pretendía, mediante la pertinente acción «específica», llevar a cabo un control en la composición del accionariado.

La segunda etapa dio comienzo con la publicación de la Ley de 19 de julio de 1993, sobre privatizaciones, mediante la que se suprimía la temporalidad a que estaban sometida la duración de la acción «específica» según la anterior legislación, pero se mantenía, sin embargo, el propósito de controlar mediante ella la composición del accionariado, así como atribuir al Estado 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. Mediante esta última normativa se introducía «una técnica ajena al Derecho de sociedades francés y difícil de conceptuar dentro del mismo»⁽¹¹⁵⁾, 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»⁽¹¹⁶⁾.

Haciendo uso de las autorizaciones contenidas en la normativa referida, la acción «específica» fue introducida mediante el Decreto 93-1298, de 13 de diciembre de 1993, estableciendo una serie de privilegios a favor del Estado en la Société nationale Elf-Aquitaine (Elf-Aquitaine), que conllevaba tanto el derecho a que toda operación por la que una persona física o jurídica, actuando individualmente o en concierto con otras empresas, rebasase, con su participación directa o indirecta, la décima, quinta o tercera parte del capital social, o de los derechos de voto de la sociedad, contase con la

(114) 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».

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

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

previa aprobación del Ministro de Economía, como a poderse oponer a todo acuerdo de enajenación o pignoración de activos que figurasen en el anexo de aquella norma, a saber, la mayoría del capital de las cuatro filiales de la sociedad matriz (Elf-Aquitaine Production, Elf-Antar France, Elf-Gabon SA y Elf-Congo SA). Todo ello, según indicaba el Tribunal de Justicia, sin haberse previsto criterios suficientemente precisos y objetivos respecto a la aprobación o al veto de las operaciones citadas.

Aquella acción «específica» fue el objeto de la demanda de la Comisión, dictando el Tribunal de Justicia de la Unión Europea sentencia, en base a consideraciones semejantes, cuando no idénticas, a las ya aludidas en relación con el asunto C-503/99 y ya referidas, por lo que no es necesario repetirlas, pero sí destacar la paradoja de que, en base a las mismas argumentaciones o motivaciones, el Tribunal de Justicia llegue a conclusiones contrarias, fallando en sentido diametralmente opuesto al efectuado en el asunto C-503/99, bien que insista aquel Tribunal, sin duda para salvar la patente contradicción en que incidía, que en el caso que era objeto de atención «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 acabo el Estado demandado.

Según el Tribunal de Justicia de la Unión Europea la autorización previa del Ministro de Economía, antes referida, constituía una «restricción a los movimientos de capitales entre Estados miembros», por más que no encubriese «un trato discriminatorio o particularmente restrictivo» a los nacionales de otros Estados miembros, puesto 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», y la normativa cuestionada podría «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». En consecuencia, «dicha normativa (podía), por este motivo, hacer que la libre circulación de capitales (fuera) ilusoria».

En la resolución jurisdiccional de este asunto C-483/99 el Tribunal de Justicia concluyó que la aprobación previa ministerial, al no hallarse sujeta «conforme a las disposiciones aplicables, a ninguna condición, a excepción de una referencia a la protección de los intereses nacionales», sin que se indicara a los inversores interesados las «circunstancias específicas y objetivas» en que se podía conceder o denegar aquella autorización previa, suponía una indeterminación que no permitía que los particulares conocieran el alcance de sus derechos derivados del Tratado, infringiéndose gravemente la seguridad jurídica. Según aquel Tribunal «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 también eran referibles al régimen de veto *a posteriori*, que asimismo se establecía en la indicada legislación francesa, para determinados supuestos, de tal modo que «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»⁽¹¹⁷⁾.

Con fecha 13 de mayo de 2003 el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictó dos nuevas sentencias sobre «goldes shares» o «acciones de oro», en los asuntos C-463/00, Comisión Europea contra Reino de España, y C-98/01, Comisión Europea contra Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte; sobre la primera de ellas ya se ha discurrido largamente y no corresponde tratar de ella en el presente apartado. La segunda de aquellas resoluciones del Tribunal de Justicia tiene un especial interés,

(117) La resolución adoptada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea no coincidió con las conclusiones presentadas por el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer conjuntamente, como ya se indicó, para los asuntos C-376/98, C-483/99 y C-503/99, mediante escrito de fecha 3 de julio de 2001. No obstante, dado su estimable contenido, aquellas conclusiones deben ser sucintamente aludidas. Al respecto cabe precisar que parte aquel Abogado General de que «el Tratado CE no tiene por vocación la integración del derecho de propiedad privada de los Estados miembros», y, tras una amplia exégesis histórica y teleológica, en la que parte de la propuesta del 9 de mayo de 1950 de R. Schuman, concluye que «el respeto, por parte del Tratado, del régimen de la propiedad en los Estados miembros, consagrado en el artículo 295 CE, debe extenderse a toda medida que, a través de la intervención del sector público, entendido en sentido económico, permite al Estado contribuir a la configuración de la actividad económica de una nación». Aquel precepto, sostiene, «no tiene como objeto la propiedad entendida como la más plena pertenencia personal de las cosas, sino como titularidad económica, en sus diversos grados y manifestaciones. Es titular, o uno de sus titulares, de la cosa aquel que puede ejercer una influencia directa y decisiva en su destino o en aspectos fundamentales de su actividad. Que esa influencia se deba a la posesión de valores, a una concesión administrativa, a disposiciones de los estatutos sociales, o a cualquier otro medio admitido en derecho, privado o público, es indiferente a efectos del Tratado». Ahora bien, continúa indicando aquel Abogado General, la cláusula de neutralidad del artículo 295 CE «de ningún modo» conlleva «la exención de las normas imperativas del Tratado. Todas despliegan sus efectos conforme a sus términos». Por todo, afirma: a) Que «es difícilmente concebible que el Tratado haya querido permitir que los Estados mantengan la entera participación en cualquier empresa, con la máxima restricción de las libertades de establecimiento y de circulación de capitales que supone, y, al mismo tiempo, se oponga a un régimen liberalizado sujeto a condiciones administrativas tasadas no discriminatorias», o «dicho de otro modo: si la sustracción de actividades económicas a la iniciativa privada mediante la atribución a organismos de titularidad pública (supuestos puros de nacionalización o socialización), es creadora de un régimen especial de propiedad, por oposición al régimen de propiedad común, no hay razón para que un régimen de propiedad privada sujeto a facultades especiales no merezca la misma calificación ni un tratamiento menos favorable». b) Que del principio de neutralidad en la titularidad de las empresas se deduce que «no es aceptable cualquier tipo de medidas que tengan incidencia en la organización y gestión de esas empresas, sino solamente aquellas que el Estado hubiere podido adoptar de haber conservado la empresa en régimen de propiedad pública. Sólo se trata, en efecto, de garantizar que la privatización no tenga consecuencias perjudiciales para la instalación funcional de las empresas llamadas a servir a la realización directa o indirecta de objetivos de política económica». Tras constatar que tanto «la ausencia de pronunciamiento expreso del Tribunal de Justicia sobre el alcance del artículo 295 CE en su ámbito propio de eficacia, a saber, el de la capacidad de los poderes públicos de imponer opciones de política económica mediante el uso de facultades de intervención en las empresas», como que «el margen de la actividad económica de los poderes públicos no puede quedar reducido más allá de los límites previstos por el Tratado», y que las distintas fórmulas de organización de las empresas sometidas a cierta forma de tutela público, no son, consideradas en abstracto, contrarias al Tratado cuya conformidad misma «debe apreciarse en concreto, a través de una verificación puntual del modo de ser o de operar, de la finalidad y de las implicaciones de la introducción o mantenimiento de la situación jurídica» de que se trate, concluye lo siguiente: Que la existencia de las normativas sometidas a consideración del Tribunal «no es, en sí misma, contraria a las libertades fundamentales del Tratado, aunque sí puede serlo a su ejercicio».

tanto porque se refiere al Estado que creó el sistema de «golden share»⁽¹¹⁸⁾ o «acción de oro», como por las relevantes singularidades de sus planteamientos; por todo ello merece ser especialmente considerada.

La Comisión demandó al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte a fin de 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, al control de sus filiales y a su liquidación» resultaban incompatibles con los artículos 43 CE⁽¹¹⁹⁾ y 56⁽¹²⁰⁾ CE.

En sus alegaciones el Gobierno demandado alegó que los estatutos de BAA plc⁽¹²¹⁾ no constituían una normativa nacional ni podían equipararse a ella, sostenien-

(118) «Es cierto que esta manera de designar concretas acciones se ha convertido en una expresión común a todo el Derecho societario occidental, por lo que estas clases de acciones, las golden shares (...) han podido ser observadas (...) en otros países integrantes de la Unión Europea», indica PEÑAS MOYANO, B., op. cit. («Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense»), p. 170, y más adelante, en p. 171, añade que aquellas acciones con los poderes que establecen «han solido ser incluidas en los articles of association de las compañías privatizadas al pasar del poder público a manos privadas, evidentemente lo han sido en unos términos que varían de una entidad a otra. Aunque, se puede también afirmar que en esa diversidad es posible reconocer un modelo habitual de actuación».

(119) Ahora artículo 49 TFUE.

(120) Ahora artículo 63 TFUE.

(121) Sumariamente referidos los hechos fueron los siguientes: 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. Los estatutos de BAA, de 7 de julio de 1987, definían detalladamente aquella acción especial, así como los derechos y facultades vinculados a ella. 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. Según los mencionados estatutos se consideraba que determinadas actuaciones alteraban los derechos asociados a la acción especial y, en consecuencia, sólo serían efectivos si mediaba el consentimiento escrito del titular de dicha acción para la modificación, supresión o alteración del efecto de al menos uno de los artículos que definían a la acción especial, al titular de la acción especial, o su agente de Bolsa, para acordar 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 podían emitirse para la adopción de los acuerdos de la junta general de una filial que poseyese un aeropuerto, así como cualesquiera acuerdos adoptados para privar a la sociedad de ese derecho, para cualesquiera propuestas de liquidación o disolución voluntarias de la sociedad o de cualquier filial que poseyese un aeropuerto, 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 (la venta, la transferencia, el abandono, la constitución de hipotecas o gravámenes, el reconocimiento de cualesquiera títulos de propiedad o de derechos u otros intereses sobre los bienes, la transmisión de la posesión o del control sobre los bienes, así como cualesquiera otras formas de cesión) de dicho aeropuerto de modo que el gestor de dicho aeropuerto

do que, en el marco de los contratos de Derecho privado, los Estados miembros podían ejercer actividades económicas en las mismas condiciones que los operadores privados. Dado que los Derechos nacionales de sociedades no habían sido objeto de armonización, el Derecho comunitario no podía imponer a una sociedad que emitía acciones la obligación de poner su control a disposición del mercado, ni de asociar a tales acciones todos los derechos que los inversores reales o potenciales, en su conjunto, desearían que fueran asociados a ellas.

Según el Gobierno demandado en el Derecho de sociedades vigente en el Reino Unido, coexistían diversas clases de acciones⁽¹²²⁾ y los derechos asociados a ellas podían variar tanto en lo que se refería a la participación en los beneficios de la sociedad como a su gestión, formando la «acción especial (golden share) parte simplemente de una de estas clases», siendo corriente, en algunas sociedades, las acciones sin derecho de voto. Añadiendo que ni las normas de Derecho privado 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 requerían el consentimiento de aquel Gobierno para la adopción de determinados acuerdos restringían el acceso al mercado.

Esto es, los derechos que reconocían al titular de la acción especial los estatutos de BAA, que exigían el consentimiento previo por escrito del Gobierno para que la sociedad pudiese adoptar ciertas decisiones, eran plenamente conformes con las normas ordinarias del Derecho de sociedades vigente en el Reino Unido, que permitían la

fuera la sociedad u otra filial, para la cesión de un aeropuerto o de una de sus partes por la 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 fuera la sociedad ni una de sus filiales. Al tenor de los mismos estatutos los administradores de la sociedad deberían ejercer todas las facultades de control que correspondan a la sociedad con respecto a sus filiales para garantizar, en la medida en que tales facultades lo permitan, 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. 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. En caso de reparto de la cuota de liquidación de la sociedad, se reconocía 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 confiriera ningún otro derecho de participación en el capital o en los beneficios de la sociedad. Además en los estatutos constaba un artículo (artículo 40) cuya finalidad era «impedir que cualquier persona a excepción de una persona autorizada» adquiriera, real o presuntamente (o así le pareciera a los administradores sociales), cualquier título sobre acciones de la sociedad que diesen derecho, o que pudiesen darlo en determinadas circunstancias, 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); Indica PEÑAS MOYANO, B., op. cit. («Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense»), p. 171, respecto de las «golden shares», en general, lo siguiente: «El control que se ejerce por medio de la golden share deriva normalmente de una única acción de una libra esterlina detentada por el Secretario de Estado, acción a la que se vinculan ciertos derechos».

(122) Vid. PEÑAS MOYANO, B., op. cit. («Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense»), pp. 47-284.

emisión de distintas clases de acciones, careciendo de relevancia que tales normas fueran «habituales» o no.

No obstante aquellas alegaciones, el Tribunal de Justicia resolvió, en su ya aludida sentencia de 13 de mayo de 2003, que estando por el Tratado 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 BAA 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»⁽¹²³⁾.

Respecto del sistema de la «golden share» en el Reino Unido cabe precisar que ha venido constituyendo «una acción incorporada a los estatutos sociales que otorga a su titular derechos políticos por tiempo indefinido o durante un plazo variable y cuyo contenido varía dependiendo de las necesidades concretas de cada sociedad, aunque la finalidad perseguida en todas ellas es evitar que, sin consentimiento del Gobierno, se produzcan modificaciones en la estructura accionarial de la sociedad, en el objeto social o en la composición del balance de la sociedad y del destino de sus activos»⁽¹²⁴⁾.

Con esa finalidad, «desde un punto de vista formal, el contenido de los derechos que puede incorporar una “golden share” puede consistir en el derecho que tienen los poderes públicos a ser notificados de la celebración de cualquier Junta, así como de asistir e intervenir en dicha Junta con voz pero sin voto»⁽¹²⁵⁾, que sin embargo podrá ejercitar, con efectos determinantes y definitivos, en concretos supuestos⁽¹²⁶⁾. Aquella «golden share» ha de ubicarse, para su correcta comprensión, en el peculiar sistema de sociedades inglés, en el que opera también otro sistema tendente a impedir el control de empresas privatizadas⁽¹²⁷⁾. La «golden share» refiere una técnica que «tiene una configuración jurídica especial, ya que su contenido se concreta estatutariamente, y su aplicación hay que buscarla en los estatutos de las sociedades que se privatizan, por

⁽¹²³⁾ Precizando 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 (STJCE de 24 de noviembre de 1993, asuntos acumulados C-267/91 y C-268/91). 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, pues 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.

⁽¹²⁴⁾ GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 182.

⁽¹²⁵⁾ GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 182.

⁽¹²⁶⁾ Vid. GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), pp. 182-184.

⁽¹²⁷⁾ Como precisa GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 185, tal sistema o técnica societaria ha «evitado en muchas ocasiones la utilización de la acción de oro, en otras su presencia ha actuado como disuasoria para ciertas operaciones empresariales, aunque la utilización discrecional que el Gobierno y no el Parlamento puede hacer de la misma le ha acarreado serias críticas».

tanto esta técnica introduce cláusulas estatutarias atípicas, cuyo origen negocial reside, unas veces, en la voluntad del socio público mayoritario que modifica los estatutos sociales en ese sentido antes de desinvertir su capital, y otras en un acto de disposición administrativa de los poderes públicos, que permiten a un socio privilegiado interferir en el funcionamiento ordinario de la sociedad»⁽¹²⁸⁾.

Con fecha 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 su demanda la Comisión cuestionaba los derechos especiales introducidos por el Decreto-ley núm. 332/1994, con el fin de que se declarase que esos derechos no eran conformes con el Derecho comunitario, concretamente con los artículos 43⁽¹²⁹⁾ y 56⁽¹³⁰⁾ del Tratado⁽¹³¹⁾.

⁽¹²⁸⁾ GARCÍA RUIZ, E., op. cit. (*La nueva sociedad anónima pública*), p. 184; Indica PEÑAS MOYANO, B., op. cit. (*Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Británico y Estadounidense*), pp. 171-172, como derechos que pueden y se suelen vincular a la golden share, «la posibilidad de emitir la mayoría de votos en una votación de la asamblea general en el caso de que alguien ofrezca adquirir más del 50% de las acciones ordinarias (...). Es también posible que se vinculen a la golden share otros derechos especiales, como poder nombrar o remover administradores, no siendo infrecuente encontrar en los artículos de asociación de una compañía subsidiaria el poder atribuido a la holding de nombrar o cesar directores. Además (...) la golden share suele tener aparejado el derecho de asistir a las asambleas de accionistas y de intervenir en las mismas, aunque se carezca de la posibilidad de votar en ellas por no tratarse de cuestiones que atribuyen el derecho de veto (...), y no disfruta de derecho económico alguno, ni en cuanto a las ganancias mientras la compañía es una entidad actuante en el tráfico, ni en cuanto al capital en caso de disolución y liquidación, salvo aquel de recibir la libra esterlina que constituye su valor nominal con prioridad respecto a los otros accionistas. También los artículos de asociación disponen qué ocurre con esos derechos vinculados a la golden share en caso de transmisión de la misma, siendo habitual la previsión de que desaparezcan con el cambio de titular».

⁽¹²⁹⁾ Ahora artículo 49 TFUE.

⁽¹³⁰⁾ Ahora artículo 63 TFUE.

⁽¹³¹⁾ Sobre la pertinencia de considerar, en su caso, la conculcación de ambos preceptos, indica la meritada resolución del Tribunal de Justicia lo siguiente: «En cuanto a la cuestión de si una normativa nacional se inscribe en el ámbito de una u otra de esas libertades, de una jurisprudencia muy consolidada se desprende que procede tomar en consideración el objeto de la legislación de que se trate (STJUE de 24 de mayo de 2007, Holböck, asunto C-157/05). Están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del Tratado CE relativas 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 tal en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiere una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y le permite determinar las actividades de ésta (SSTJUE de 13 de abril de 2000, Baars, asunto C-251/98, y de 23 de octubre de 2007, Comisión/Alemania, asunto C-112/05). Están comprendidas en el ámbito de las disposiciones del artículo 56 CE, 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 (STJUE de 23 de

Esta sentencia, sobre la que ya he discurrido en otro lugar⁽¹³²⁾, se centra en el «principio de proporcionalidad», o «test de adecuación». Según aquella resolución, «la libre circulación de capitales puede verse limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 58⁽¹³³⁾ CE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones comunitarias de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses. A falta de esta armonización comunitaria, 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».

A su tenor el principio de «proporcionalidad» se convierte en el elemento clave para el ejercicio legítimo de los «derechos especiales» estatales vinculados a la «golden share» o «acción de oro». Ese «principio de proporcionalidad» es de tal importancia que no solo debe observarse en cualquier sector económico de disponibilidad determinado por los Estados miembros, sino que es aplicable incluso en aquellos otros ámbitos que, aun habiendo sido objeto de armonización, el legislador de la Unión Europea haya dejado a los Estados miembros un cierto margen de apreciación⁽¹³⁴⁾.

octubre de 2007, Comisión/Alemania, asunto C-112/05). 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 43 CE como del artículo 56 CE (STJUE de 24 de mayo de 2007, Holböck, asunto C-157/05). En contra la STJUE de 12 de septiembre de 2006, Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, asunto C-196/04, no permite concluir que en ese caso sólo sería pertinente el artículo 43 CE. En efecto, (...) esa sentencia se refiere únicamente a una situación en la que una sociedad posea participaciones que le confieran el control de otras sociedades (STJUE de 17 de julio de 2008, Comisión/España, asunto C-207/07)».

(132) «El requisito de proporcionalidad en el ejercicio de “derechos especiales del Estado” en grandes empresas privatizadas (sociedades cotizadas) que operan en sectores estratégicos o de servicio público» (Comentario a la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, Sala Tercera, de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07. Comisión de las Comunidades Europeas contra República Italiana), *RDBB*, núm. 116, octubre-diciembre de 2009, pp. 209-253.

(133) Ahora artículo 65 TFUE.

(134) 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 (en ese caso 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.

Aquel «principio de proporcionalidad» pertenece y se incardina entre los «principios generales» del ordenamiento de la Unión Europea y con arreglo a él ha de medirse la legalidad de cualesquiera facultades exorbitantes de intervención de los Estados miembros en el sistema económico. Concluyendo el Tribunal de Justicia de la Unión Europea que no se justifica la utilización de los «derechos especiales» para poderse oponer el Estado correspondiente a la mera adquisición de una acción, o paquete accionario, que eleve la participación, en el capital social de una sociedad que opere en el sector estratégico, o a cualquier otra adquisición que confiera una influencia significativa sobre dicha sociedad, pues en sí misma y por sí misma no constituye una amenaza real o potencial y suficientemente grave para la seguridad del aprovisionamiento, u otro servicio público, correspondiente⁽¹³⁵⁾.

Aquellos «derechos especiales» estatales, con los «poderes de intervención» que conllevaban del Estado miembro, no se hallaban sujetos a ninguna condición, a excepción de una genérica referencia a la protección de los intereses nacionales, formulada de manera imprecisa y sin que se concretaran las circunstancias específicas y objetivas en las que podían ejercerse, por lo que tales poderes, considerados «en su mera potencialidad de actualización y, por supuesto su actuación», entrañaban la posibilidad o la realidad de una grave vulneración de las libertades fundamentales aludidas.

En relación al ejercicio del «derecho especial de veto» respecto de determinados acuerdos y decisiones⁽¹³⁶⁾, indica esta última resolución que, dada su configuración

⁽¹³⁵⁾ En el mismo sentido la STJUE de de 17 de julio de 2008, Comisión/España, asunto C-463/00.

⁽¹³⁶⁾ Indica el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en las conclusiones 83 y 84, de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07, resuelto por STJUE de 23 de marzo de 2009, que si bien aquel derecho de veto «parece adecuado para lograr el fin perseguido, ya que, por ejemplo, la disolución de la empresa y su cambio de objeto social son susceptibles de interrumpir la seguridad del aprovisionamiento energético y/o la prestación de otros servicios públicos, en contra del interés legítimo y vital del Estado miembro, comprometido con el nivel de bienestar de sus ciudadanos», sin embargo, continúa señalando el ilustre miembro del Tribunal de Justicia puede dudarse «sobre su necesidad, ya que hay soluciones menos gravosas para el funcionamiento del mercado común, que dotan de mayor previsibilidad a los actos de los inversores extranjeros: (...) en concreto, en que el Estado (...) conservara una minoría de bloqueo en las sociedades en las que estimara conveniente mantener su presencia». Cuestionable parece la opinión de aquel Abogado General, expuesta en la correlativa conclusión 86, según la cual «en este contexto, y siempre que no se abuse, guardar un paquete de títulos valores suficiente para enervar todo intento de someter a las sociedades que prestan servicios públicos a un acuerdo social con el alcance de los aquí controvertidos tiene la indudable ventaja de ajustar los intereses generales que busca la normativa administrativa correspondiente al molde del derecho nacional de sociedades, sin infringir el comunitario. En la práctica totalidad de los casos, además, tal solución no significa ningún coste añadido para el Estado, ya que no se trata de adquirir un volumen concreto de capital, sino de que, por las peculiaridades de tales compañías, hasta hace bien poco bajo control absoluto del Gobierno, las autoridades públicas se desprendan únicamente de la cantidad idónea para seguir

legal⁽¹³⁷⁾, se permitiría incidirla Estado en un ejercicio desproporcionado del mismo. Bien entendido que el mero hecho de que la norma nacional establezca que los «derechos especiales» deban ejercerse únicamente de conformidad con el Derecho comunitario (esta expresión debe surtirse por “de la Unión Europea”) no significa que el ejercicio de esos criterios sea compatible con ese Derecho

El 8 de julio⁽¹³⁸⁾ y el 11 de noviembre de 2010⁽¹³⁹⁾ el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictó dos nuevas sentencias sobre la «golden share» o «acción de oro»,

rigiendo el destino de esas empresas». Por el contrario, parece irreprochable su opinión, expuesta en su conclusión 87, según la cual «por lo demás, como es legítimo que el Estado se sienta obligado a controlar la continuidad y la estabilidad del suministro y de la prestación de servicios públicos, nada le impide dotar a los entes reguladores del mercado (correspondiente) con las facultades para velar (por que) la desaparición de un proveedor de tan importantes bienes o servicios, no afecte a los ciudadanos».

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

(138) Esta sentencia ha despertado un gran interés mediático en nuestro país, 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, dedicándole 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, en fecha 29 de julio, da también noticia de la sentencia en p. 3, y dedica a su desarrollo y comentario las páginas 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. El supuesto fáctico de esta sentencia puede resumirse, según sus propias indicaciones, en los siguientes términos: Desde 1992, el sector de las telecomunicaciones portugués fue objeto de un amplio proceso de reestructuración que concluyó, en 1994, en la constitución de Portugal Telecom SGPS S.A. (en adelante PT), una sociedad holding de gestión de participaciones nacida como consecuencia de la fusión de varias empresas con capital totalmente público. El proceso de privatización de PT iniciado en 1995 se produjo en cinco fases sucesivas. El 4 de agosto de 1995, cuando el Estado portugués mantenía la titularidad del 54,2% del capital social de PT, se aprobaron los estatutos de dicha sociedad. Al finalizar la quinta fase de la privatización se vendieron todas las participaciones públicas en PT, con excepción de 500 acciones de clase A que, de conformidad con el artículo 5, apartado 1, de los estatutos de PT, tenían atribuidos derechos especiales y que, con arreglo al artículo 20, apartado 1, del Decreto-ley núm. 44/95, fueron atribuidas en su mayoría al Estado o a otros accionistas públicos. El 19 de diciembre de 2005, la Comisión envió un escrito de requerimiento a la República Portuguesa en el que le reprochaba el incumplimiento de las obligaciones que le incumben en virtud de los artículos 56 CE y 43 CE, al mantener la titularidad, tanto el Estado portugués como otros accionistas públicos, de acciones privilegiadas con derechos especiales del capital social de PT. Al no quedar satisfecha con la respuesta dada por la República Portuguesa, la Comisión le envió un dictamen motivado de 10 de abril de 2006, en el que le instaba a atenerse a él. La República Portuguesa respondió negando el incumplimiento que se le imputaba. La Comisión, al considerar que la República Portuguesa no había adoptado las medidas necesarias para conformarse a lo establecido en el dictamen motivado, decidió interponer recurso de incumplimiento ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

(139) El supuesto de hecho relativo a ese caso, en términos de la propia sentencia, fue el siguiente: «Desde comienzos de los años 90, el sector de la electricidad portugués ha sido objeto de un amplio

en los asuntos C-171/08, y C-543/08, ambos a instancias de la Comisión Europea y contra la República Portuguesa, resolviendo sobre dos recursos de incumplimiento. Su interés es sobresaliente porque, enlazando con la regulación y argumentaciones anteriormente expuestas en materia de «acciones de oro» o «golden shares», pretende desarrollarlas hasta sus últimas consecuencias, produciéndose un salto cualitativo, que es objeto de consideración con ocasión del contenido del epígrafe siguiente.

IV. EL ESTADO-ACCIONISTA COMO CREADOR DE ACCIONES PRIVILEGIADAS TRAS UNA AUTORIZACIÓN CONCEDIDA POR EL «ESTADO-LEGISLADOR»: UNA NUEVA FORMA DE CREACIÓN DE «GOLDEN SHARES» O «ACCIONES DE ORO»

Estado-accionista y Estado-legislador se mantienen en planos distintos o en esferas diferenciadas, en los sistemas de «economía social de mercado», propios de las democracias occidentales. Solo excepcionalmente pueden interferirse esos planos o confundirse las esferas. La «neutralidad» económica del Derecho de la Unión Europea, ya referida, no es sino reflejo de la «neutralidad económica» de las normas básicas de los Estados miembros, siendo acorde con el devenir histórico y la época actual.

Efectivamente, la proclamación, por el Tratado de la Unión Europea (TUE), de que la Unión Europea se constituye como «una economía social de mercado altamente

proceso de reestructuración. En este marco, EDP-Energías de Portugal (en adelante EDP), constituida en 1976 como empresa pública mediante el Decreto-ley núm. 502/76, de 30 de junio de 1976, se transformó en sociedad anónima en 1991. El Estado portugués procedió posteriormente a la reprivatización de esta empresa 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. La Comisión envió a la República Portuguesa un escrito de requerimiento en el que le reprochaba el incumplimiento de las obligaciones que le incumbían en virtud de los artículos 43 CE y 56 CE, al poseer el Estado y otros accionistas públicos acciones privilegiadas con derechos especiales del capital de EDP, en particular el derecho de veto respecto de determinados acuerdos de la junta general de accionistas de dicha sociedad y el derecho de nombrar a un administrador, cuando el Estado haya votado en contra de la lista de administradores aprobada, así como la no aplicación al Estado del límite de voto del 5% previsto para las votaciones. Al no considerar satisfactoria la respuesta dada por la República Portuguesa, la Comisión emitió un dictamen motivado en el que reiteraba lo manifestado en el escrito de requerimiento e instaba a ese Estado miembro a adoptar las medidas necesarias para atenerse al dictamen motivado en un plazo de dos meses a partir de su recepción. Al no considerar adecuada la respuesta de las autoridades portuguesas, la Comisión decidió interponer el recurso por incumplimiento ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Debe destacarse que, según indica el diario económico “Cinco Días”, de 26 de agosto de 2011, p. 9, “EDP acaba con al “acción de oro” y facilita la privatización (...).La junta de accionistas de EDP terminó ayer con al *acción de oro* que mantenía el Estado portugués en la eléctrica”.

competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social»⁽¹⁴⁰⁾, limita severamente cualquier intervencionismo estatal en la economía, que debe interpretarse, y reconducirse en su caso, a pesar de que «la gran polaridad (público-privado) anda hoy jaqueada»⁽¹⁴¹⁾, en los términos resultantes del TUE, del TFUE y de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea⁽¹⁴²⁾, con la consecuencia de que esa peculiar «ordenación pública de la economía repercute en los estándares legales del Derecho de sociedades»⁽¹⁴³⁾.

La circunstancia de que una sociedad-empresa preste servicios de interés económico general interfiere en el mercado. Consideración que no es ajena al Derecho de la Unión Europea, que «parece recoger la idea —elemental— de que hay “cosas” que

(140) Artículo 3 del Tratado de la Unión Europea, TUE.

(141) JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., op. cit. («Servicio público, interés general, monopolio: recientes aportes del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea»), p. 5354, que precisa en la misma página: «lo que está en crisis no es ella misma sino justo su carácter dicotómico. Es decir, que los dos términos se delimiten y se excluyan mutuamente, que sean alérgicos entre sí. Para entenderlos: (...) que las empresas estén capitalizadas y saneadas es hoy sin duda en España el primer interés público».

(142) De 7 de diciembre de 2000, tal como fue adaptada el 12 de diciembre de 2007 en Estrasburgo, «la cual tendrá el mismo valor jurídico que los Tratados», precisa el artículo 6 TUE; «Si la Carta al principio tenía a este respecto un carácter básicamente declaratorio, pues había de entenderse como expresión del compromiso de la Unión por respetar los derechos fundamentales, al entrar en vigor el Tratado de Lisboa adquirió rango de Derecho primario en el ordenamiento jurídico de la Unión, en virtud del artículo 6 TUE, apartado 1. Esto tiene como consecuencia que los actos jurídicos adoptados por las instituciones de la Unión en este campo, conforme a la vinculación a los derechos fundamentales que establece el artículo 51, apartado 1, de la Carta, deban medirse, en adelante, atendiendo a dicha disposición. E igualmente vinculados están a partir de ahora los Estados miembros cuando apliquen el Derecho de la Unión», indica la Abogada General Sra. Verica Trstenjak, en la conclusión 31, de las presentadas el 16 de junio de 2011, en el asunto C-155/10, resuelto por STJUE, Sala Primera, de 15 de septiembre de 2011; «Como es bien sabido, los derechos fundamentales no son, en el derecho constitucional contemporáneo, meros límites frente al poder o ámbitos abiertos a la acción ciudadana como era el caso del *status negativus libertatis* y el *status positivus libertatis* respectivamente conocidos por los clásicos, sino valores materiales que inspiran todo el ordenamiento jurídico y, en consecuencia, también son determinantes respecto del ordenamiento jurídico-político de la economía. La experiencia americana fue, a estos efectos, concluyente, como después ha sido la alemana. De ahí que tales derechos, aun sin aparente contenido económico (v. gr. la libertad de circulación, cf. art. 19 CE) integran, como piezas fundamentales, una Constitución económica formal», indica HERRERO DE MIÑÓN, M., op. cit. («La constitución económica: Desde la ambigüedad a la integración»), p. 527, que destaca, pp. 524-527, el carácter nuclear para su construcción en nuestro sistema jurídico de los artículos 33, 38, 128 y 131 de la Constitución; Sobre la problemática del Derecho económico vid. VALLET DE GOYTISOLO, J., «Derecho y Economía», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. IV (*Derecho Civil y Derecho Público*), Civitas, Madrid, 1996, pp. 5541-5549.

(143) IMMENGA, U., op. cit. (*Ordenación económica y derecho de sociedades*), p. 541, que indica, en p. 543: «la función de la ordenación económica de servir que establece “las reglas del juego”, no significa que ofrezca esas reglas. Las reglas son las leyes. Sin embargo, la ordenación debe asegurar la relación complementaria de la ley con el marco general. En una economía descentralizada los actores deben perseguir sus propios intereses sobre la base de estas reglas (...). El Derecho privado es el presupuesto estructural de una ordenación económica orientada al mercado».

están por encima del mercado y de la competencia»⁽¹⁴⁴⁾, estableciendo que las empresas encargadas de la gestión de servicios de interés económico general quedan sometidas a las normas comunes europeas 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»⁽¹⁴⁵⁾.

La jurisprudencia comunitaria se ha cuidado en precisar⁽¹⁴⁶⁾ las consecuencias derivadas de la confusión de las dos esferas o los dos planos (público y privado). Habiéndose sostenido la posibilidad de que acciones, cuya titularidad ostente el Estado y otras entidades públicas, no tengan la condición de «golden shares» o «acciones de oro» a pesar de llevar asociados «derechos especiales», en la medida en que se trate de una «serie» de «acciones privilegiadas de Derecho privado», creadas por y en los estatutos sociales de una determinada sociedad privada⁽¹⁴⁷⁾. Titularidad de los derechos especiales de los accionistas que constituía un derecho fundamental característico de Derecho privado, que «debía salvaguardar el Tribunal de Justicia de la Unión Europea», aunque los titulares de aquellas acciones fueran entidades públicas.

Semejante argumentación envuelve una falacia. Efectivamente, como se indicó, «es indudable 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. 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 que les confieran determinados derechos especiales»⁽¹⁴⁸⁾.

De acuerdo con esa idea el Tribunal de Justicia de la Unión Europea afirma que una normativa nacional puede admitir la posibilidad crear acciones privilegiadas en el

(144) JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., op. cit. («Servicio público, interés general, monopolio: recientes aportes del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea»), p. 5355, que desarrolla la noción de servicio público e interés general en pp. 5356-5360.

(145) 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».

(146) SSTJUE de 8 de julio de 2010, asunto C-1711/08, Comisión Europea contra República Portuguesa, y 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa.

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

(148) 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.

contrato de sociedad (estatutos), y 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». No obstante, concluye que semejante circunstancia, de por sí, no excluye que aquellas acciones no puedan ni deban ser consideradas «golden shares» o «acciones de oro».

Precisa el Tribunal de Justicia 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*, autorizando 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 «golden shares» o «acciones de oro». Esto es, «admitir una argumentación contraria tendría como consecuencia que los Estados miembros pudieran eludir la aplicación de las disposiciones del artículo 56⁽¹⁴⁹⁾ CE por el mero hecho de que no haya sido el “Estado-legislador” sino el “Estado-accionista” el que haya creado las acciones privilegiadas tras la autorización concedida por el “Estado-legislador”. Está claro que avalar esta línea de razonamiento comprometería ampliamente la eficacia de la prohibición que se prevé en el artículo 56⁽¹⁵⁰⁾, apartado 1»⁽¹⁵¹⁾. La creación de semejantes «acciones privilegiadas»/«acciones especiales» no se derivaría de una «aplicación normal del Derecho de sociedades»⁽¹⁵²⁾.

Considera el Tribunal de Justicia que en tales supuestos «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 Eu-

(149) Actual artículo 63 TFUE.

(150) Vid. nota anterior.

(151) Como indica 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, que precisa que «si fue el Estado, actuando en calidad de legislador, el que autorizó la creación de las acciones privilegiadas de Portugal Telecom, fue asimismo el Estado, en calidad de accionista mayoritario de dicha sociedad, el que introdujo de hecho dichas acciones modificando los estatutos de Portugal Telecom, de conformidad con la posibilidad que le brindaban a dichos efectos la ley marco de las privatizaciones y el Decreto-ley (...), me parece imposible afirmar que la creación de las acciones privilegiadas pueda imputarse exclusivamente a la voluntad de Portugal Telecom».

(152) Máxime si se tenía en cuenta que aquellas acciones privilegiadas estaban destinadas, «con carácter de excepción al código portugués de sociedades mercantiles, a permanecer bajo la titularidad del Estado, razón por la que no (eran) transmisibles».

ropea⁽¹⁵³⁾. Especialmente si no se respeta el principio de proporcionalidad⁽¹⁵⁴⁾. Efectivamente, semejante sistema de acciones privilegiadas por parte del Estado, previsto por la legislación nacional en relación con los estatutos de una sociedad privatizada, puede disuadir a los operadores de otros Estados miembros de invertir en el capital de

(153) Se recuerda en la STJUE de 8 de julio de 2010 que «las medidas nacionales que restringen la libre circulación de capitales pueden justificarse por las razones mencionadas en el artículo 58 CE o por razones imperiosas de interés general, siempre que sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo», precisando que «el interés en reforzar la estructura competitiva del mercado de que se trate en general no puede constituir una justificación válida de restricciones a la libre circulación de capitales», y que, «por lo que respecta a la necesidad de evitar una posible perturbación del mercado de capitales, basta con señalar (...) que dicho objetivo (constituye) uno de los motivos de naturaleza económica, que (...) no puede servir de justificación a una restricción a la libre circulación de capitales». Recordándose que, si bien «no puede negarse que el objetivo de garantizar la seguridad de la disponibilidad de la red de telecomunicaciones en caso de crisis, guerra o terrorismo (...) puede constituir una razón de seguridad pública. No obstante, (...) las exigencias de la seguridad pública deben, sobre todo en cuanto excepción al principio fundamental de la libre circulación de capitales, interpretarse en sentido estricto, de manera que su alcance no puede ser determinado unilateralmente por cada Estado miembro sin control de las instituciones de la Unión Europea. Así pues, 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». Indicándose en la STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa, que la alegación de que, «en la medida en que no se puede excluir el riesgo de amenazas graves para la seguridad del abastecimiento energético y en que tales amenazas son, por definición, súbitas y, en la mayoría de los casos, imprevisibles, corresponde al Estado miembro de que se trate velar por que se establezcan instrumentos adecuados que permitan reaccionar rápida y eficazmente a fin de garantizar la seguridad y continuidad del abastecimiento», no carece totalmente de fundamento. Sin embargo, no puede simplemente invocarse el motivo relativo a la seguridad del abastecimiento energético, sino que han de precisarse las razones exactas por las que se considera que cada uno de los derechos especiales controvertidos o todos ellos permiten evitar tal menoscabo a un interés fundamental de la sociedad. Careciendo por completo de pertinencia la alegación según la cual el Derecho de la Unión —en su estado actual— no garantiza suficientemente la seguridad del abastecimiento energético de los Estados miembros. Aun admitiendo, indica el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, que con arreglo a las normas del Derecho derivado de la Unión, los Estados miembros estuvieran 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.

(154) Precisa la STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa, lo siguiente: «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 contra de lo que afirma el Estado miembro demandado. 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, procede señalar no obstante que 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. Procede recordar el contenido de la Nota 139 sobre la supresión de la acción de otro en EDP.

dicha sociedad⁽¹⁵⁵⁾. Vulnerándose al propio tiempo la libertad de establecimiento por la «indisociable ligazón» existente ente ambas libertades⁽¹⁵⁶⁾.

No entra a resolver el Tribunal de Justicia la posible justificación de la «acción de oro» o «golden share» en el artículo 86 CE, apartado 2⁽¹⁵⁷⁾, en la medida en que el

⁽¹⁵⁵⁾ En virtud de dicho sistema, indica la STJUE de 8 de julio de 2010, «la aprobación de un número considerable de decisiones importantes, relativas a PT (...) y referentes tanto a la adquisición de acciones que superen el 10% del capital de la citada sociedad como a la gestión de ésta, requieren el consentimiento del Estado (...), dado que, como se exige en los estatutos de PT, dichas decisiones no pueden aprobarse sin mayoría de los votos conferidos por las acciones (titularidad del Estado portugués)», precisando «además, que tal mayoría (era) necesaria, en particular, para toda decisión por la que se (modificasen) los estatutos de PT, de modo que la influencia del Estado (...) en PT únicamente (podría) reducirse si el propio Estado lo (consentía)».

⁽¹⁵⁶⁾ Ha de tenerse en cuenta que el artículo 56 CE se corresponde con el actual artículo 63 TFUE, y que el artículo 43 CE se corresponde con el actual artículo 49 TFUE. Se indica en la STJUE de 8 de julio de 2010 que, «en la medida en que las medidas nacionales controvertidas originan restricciones a la libertad de establecimiento, dichas restricciones son consecuencia directa de los obstáculos a la libre circulación de capitales (...), a los que se encuentran indisociablemente ligadas»; En el mismo sentido se pronuncia la STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa, en la cual además se precisa lo siguiente: «En cuanto a la cuestión de si una normativa nacional se inscribe en el ámbito de una u otra de estas libertades fundamentales, de una jurisprudencia muy consolidada se desprende que (...) están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del artículo 43 CE (actualmente 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 tal en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiere una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y le permite determinar las actividades de ésta. Están comprendidas en el ámbito de las disposiciones del artículo 56 CE (actualmente 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. 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 43 CE (actualmente artículo 49 TFUE) como del artículo 56 CE (actualmente artículo 63 TFUE)». Cuando no se descarte «que las disposiciones nacionales controvertidas 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 control de EDP (...) procede examinar las disposiciones controvertidas desde el punto de vista de los artículos 56 CE (actualmente artículo 63 TFUE) y 43 CE (actualmente artículo 49 TFUE)». Debe recordarse el contenido de las Notas 139 y 154 sobre la supresión de la acción de otro en EDP.

⁽¹⁵⁷⁾ Que se corresponde con el actual artículo 106 TFUE, cuyo tenor es el siguiente: «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 inclusive. 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,

cumplimiento de la misión específica a una empresa encargada de la gestión de servicios de interés económico general, a ella confiada, no puedan 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. Su posición es razonable, al no estarse tratando sobre la concesión de derechos especiales o exclusivos a una sociedad o sobre la calificación de las actividades de ésta como servicios de interés económico general, lo cual es, en principio y salvo conexiones específicas, ajeno a la mera atribución al Estado, en su calidad de accionista de una sociedad tras su reprivatización, de derechos especiales en relación con las acciones privilegiadas poseídas por él mismo en el capital social («acciones de oro» o «golden shares»)⁽¹⁵⁸⁾.

Es posible que una norma nacional reconozca la posibilidad de establecer una limitación de votos respecto de acciones de una clase determinada en el contrato de una sociedad y que esas acciones sean introducidas y atribuidas al Estado precisamente en virtud de lo dispuesto en los estatutos de dicha sociedad, aprobados en aplicación de la referida legislación. Sin embargo, si, como precisa la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, tal disposición estatutaria es adoptada en un momento en que el Estado poseyese la mayor parte del capital de aquella sociedad, resulta que, una vez fijado dicho límite de voto (cuando ese Estado vaya a poseer, en un breve espacio temporal, una parte menor del capital), establezca, mediante la utilización de la norma estatal correspondiente sobre privatizaciones, un derecho específico de veto en beneficio propio, que se ejerce o puede ejercer, en particular respecto de los acuerdos de modificación de los estatutos de la referida sociedad, desde entonces la cláusula relativa al límite de voto, prevista en aquellos estatutos, no puede ser anulada por los socios sin el consentimiento del Estado⁽¹⁵⁹⁾.

En tales circunstancias, afirma el Tribunal de Justicia, procede considerar que el Estado, por una parte, «ha autorizado, de un lado, por medio de su legislador, la creación de acciones privilegiadas en el capital social de una sociedad privatizada, y, por otra parte, aquel mismo Estado como autoridad pública, ha decidido introducir acciones privilegiadas en dicho capital, atribuir las al Estado y definir los derechos especiales que confieren, la circunstancia de que esas acciones privilegiadas no resultaban de la aplicación normal del Derecho de sociedades, se ponía singularmente de

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».

⁽¹⁵⁸⁾ Como precisa la STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa.

⁽¹⁵⁹⁾ STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa.

manifiesto en que tales acciones estaban destinadas a permanecer en manos del Estado y, por tanto, no podían ser objeto de transmisión»⁽¹⁶⁰⁾.

Consecuentemente afirma el Tribunal de Justicia de la Unión Europea que la constitución de semejante serie de acciones privilegiadas constituiría la creación de «golden shares» o acciones de oro», porque:

- a) «En la medida en que el mantenimiento de la titularidad de dichas acciones privilegiadas por parte del Estado (le) confiere una influencia sobre la gestión de (la sociedad privatizada) 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 directa en (la sociedad privatizada) al no poder participar en la gestión y control de dicha sociedad de modo proporcional al valor de sus acciones»⁽¹⁶¹⁾.
- b) «Disponer de las acciones especiales controvertidas puede generar un efecto disuasorio sobre las inversiones de cartera en (la sociedad privatizada) en la medida en que la negativa del Estado (...) a aprobar una decisión 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»⁽¹⁶²⁾.
- c) «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. En consecuencia, 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».

⁽¹⁶⁰⁾ STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa, que precisa: «En consecuencia, la no aplicación del límite de voto del 5% al Estado portugués debe considerarse imputable al Estado, por lo que está comprendida en el ámbito de aplicación del artículo 56 CE, apartado 1 (actualmente artículo 63 TFUE)». Debe reiterarse el contenido de las Notas 139, 154 y 156, sobre la supresión de la acción de oro en EDP.

⁽¹⁶¹⁾ Lo cual es independiente de que el Estado efectivamente haya recurrido o no en alguna ocasión al ejercicio de esos poderes especiales, como precisa el Abogado General, Sr. Paolo Mengozzi, en la conclusión 68, 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.

⁽¹⁶²⁾ Indica el Abogado General, Sr. Paolo Mengozzi, en la conclusión 69 de las presentadas el 2 de diciembre de 2009, en el asunto C-171/08, resuelta por la STJUE de 8 de julio de 2010, que «la atribución de dichos poderes especiales al estado hace menos atractivas las inversiones de cartera, puesto que los accionistas privados podrían ver disminuir el valor bursátil de sus acciones en caso de ejercicio por parte del Estado de su derecho de veto contra una decisión que se correspondiese con los intereses de Portugal Telecom».

Apostillando la misma jurisprudencia que, aun cuando las restricciones a la libre circulación de capitales, ínsitas a la titularidad y existencia de acciones privilegiadas que constituyan «golden shares» o «acciones de oro» resulten «indistintamente aplicables tanto a los residentes como a los no residentes, es necesario señalar que afectan a la situación del adquirente de una acción como tal, y pueden, por tanto, disuadir a los inversores de otros Estados miembros de efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado»⁽¹⁶³⁾.

En relación al derecho atribuido al Estado, en su condición de accionista, de nombrar a un administrador⁽¹⁶⁴⁾, tal derecho no puede entenderse como la posibilidad de nombrar a un miembro del consejo general de vigilancia, por tanto, a un supervisor. Semejante facultad de nombrar a un «administrador», atribuida legalmente al Estado, no podía entenderse, según el Tribunal de Justicia de la Unión Europea⁽¹⁶⁵⁾, como la facultad de nombrar a un «supervisor», al no haberse modificado las normas jurídico-públicas relativas al sector de la energía (aplicables al caso).

Además, indica el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, debía considerarse que «el hecho de que el consejo general de vigilancia (CGV) no fuera un órgano decisorio, sino un órgano de control, no menoscaba la posición y la influencia de los actores públicos interesados. En efecto, cuando el Derecho (...) de sociedades atribuye a dicho órgano la misión de controlar la gestión de la sociedad, le confiere competencias importantes para ejercer esta función». Además, los estatutos de la sociedad privatizada requerían la aprobación del CGV, para determinadas operaciones, entre las que se encontraban en particular, además de la adquisición y enajenación de bienes, derechos o participaciones sociales de valor económico considerable, la apertura o cierre de establecimientos o de partes significativas de éstos, la creación o cesación de alianzas estratégicas o de otras formas de cooperación duradera, la escisión, fusión o trans-

(163) Además, como «el ejercicio de los derechos especiales que la titularidad de acciones privilegiadas en PT (confería) al Estado, no (estaba) sujeto a requisito o circunstancia específica y objetiva alguna», resultaba que «tal incertidumbre (constituía) una grave vulneración de la libre circulación de capitales en la medida en que (confería) a las autoridades nacionales, en lo que respecta al ejercicio de tales derechos, un margen de apreciación tan discrecional que dicho margen no (podía) considerarse proporcionado en relación con los objetivos perseguidos».

(164) Por lo que se refiere a las facultades especiales del Estado, el artículo 13, apartados 2 y 3, del Decreto-ley núm. 141/2000 establecía lo siguiente: «2. Cuando sea accionista de la sociedad, según el apartado anterior, el Estado tendrá también el derecho de nombrar a un administrador cuando haya votado en contra de la lista de administradores aprobada, el cual sustituirá automáticamente a la persona de esa lista que haya recibido menos votos o, en caso de igualdad de votos, a la que figure en última posición en la lista. 3 El derecho concedido al Estado en el apartado anterior primará sobre los derechos similares otorgados a los accionistas minoritarios por el artículo 392 del (Código de Sociedades Mercantiles Portugués)».

(165) STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa. Como se indica en Notas 139, 154, 156 y 160 la acción de oro ha sido suprimida en EDP.

formación de la sociedad y la modificación de sus estatutos, incluidos el cambio de sede o el aumento de capital.

Por ello aquel derecho de nombrar a un administrador constituía una restricción a la libre circulación de capitales en la medida en que semejante derecho específico constituía una excepción al Derecho común de sociedades y había sido establecido por una medida legislativa nacional únicamente en beneficio de los actores públicos, y, si bien era cierto que esa facultad podía ser atribuida por la ley como derecho de una minoría cualificada, en tal caso, debía ser accesible a todos los accionistas y no reservarse exclusivamente al Estado.

Aquel derecho designativo limitaba la posibilidad de los accionistas distintos del Estado de participar en la sociedad para crear o mantener vínculos económicos duraderos y directos con ésta, que permitan participar de forma efectiva en su gestión o en su control. Esto es, 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⁽¹⁶⁶⁾.

⁽¹⁶⁶⁾ Concluyendo la STJUE de 11 de noviembre de 2010, asunto C-543/08, Comisión Europea contra República Portuguesa, que «el derecho de veto respecto de determinados acuerdos de la junta general de EDP, la no aplicación al Estado portugués del límite de voto del 5% y el derecho de nombrar a un administrador, cuando el Estado haya votado en contra de la lista de administradores aprobada, constituyen restricciones a la libre circulación de capitales en el sentido del artículo 56 CE, apartado 1 (actual artículo 63 TFUE). Puntualizando, de acuerdo con su anterior doctrina, que «si bien es cierto que las disposiciones nacionales controvertidas son 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. Por otra parte, la afirmación de que dichas disposiciones nacionales constituyen restricciones a la libre circulación de capitales no puede verse cuestionada por la alegación de la República Portuguesa de que los derechos especiales controvertidos no afectan en modo alguno a las inversiones directas ni a las inversiones de cartera en EDP, dado que las acciones de esta última figuran entre las más adquiridas en la Bolsa de Lisboa, por lo que un gran número de ellas está en manos de inversores extranjeros. Es preciso señalar (...) que las disposiciones nacionales controvertidas reducen el interés en adquirir una participación en el capital social de EDP, 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. Esta constatación no resulta menoscabada por la presencia, en el accionariado de EDP, de un cierto número de inversores directos. En efecto, esta circunstancia no puede desvirtuar la conclusión de que, debido a las disposiciones nacionales controvertidas, inversores directos de otros Estados miembros, actuales o potenciales, han podido verse disuadidos de adquirir una participación en el capital de esta sociedad para crear o mantener vínculos económicos duraderos y directos con ésta, que permitan participar de forma efectiva en su gestión o en su control, a pesar de que el principio de la libre circulación de capitales y la protección que éste les confiere debían ampararles. En atención a las consideraciones anteriores, procede declarar que la posesión por el Estado portugués de acciones privilegiadas, junto con los derechos especiales que tales acciones confieren a su titular, constituye una restricción a la libre circulación de capitales». Ha de inscribirse en que, como se indica en Notas 139, 154, 156, 160 y 165, la acción de oro ha sido suprimida en EDP.

V. LA «GOLDEN SHARE» O «ACCIÓN DE ORO» COMO PARADIGMA DE LA RUPTURA DEL PRINCIPIO DE IGUALDAD DE TRATO DE LOS ACCIONISTAS

La «acción de oro» o «golden share», *stricto sensu*, supone una desviación fundamental del principio «una acción-un voto»⁽¹⁶⁷⁾, y «la ruptura de uno de los principios fundamentales del derecho de sociedades y de los valores mobiliarios⁽¹⁶⁸⁾ como es la igualdad entre los accionistas, limitando profundamente el derecho de propiedad por su incidencia sobre los derechos políticos de los accionistas y sobre la limitación sobre la transmisibilidad de los títulos representativos del capital social y, en particular, la libertad de empresa ya que los socios carecen de los poderes de decisión más relevantes»⁽¹⁶⁹⁾.

⁽¹⁶⁷⁾ Por más que se trate de un principio que tenga su lugar natural también en otros ámbitos de la economía financiera, como el de las OPAs, resultando especialmente controvertida a raíz del Informe Winter, «Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe», de 4 de noviembre de 2002, especialmente capítulo III.1.a, p. 52, y capítulo VI.6; Directiva 2004/25 de 21 de abril, artículos 5 y 60 ter y 60 quáter LMV. Sobre la ruptura de aquel principio por las acciones de oro vid. FERRARINI, G., «“Una azione-un voto”: un principio europeo?», *RDS* año 51/2006, fascículo 1, p. 55; Indica SÁNCHEZ CALERO, F., «Disposiciones generales (artículos 1.º a 6.º)», en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (Sánchez Calero, F., dir.), t. I (*Disposiciones Generales, Fundación de la Sociedad y Aportaciones*), EDERSA, Madrid, 1997, pp. 30-31, que «la nota capitalista de la sociedad anónima aflora precisamente porque a los efectos de la posición jurídica del socio dentro de la sociedad lo relevante es el número de acciones que posea respecto del total de ellas que forman el capital social, de manera que éste es el necesario punto de referencia de la participación de los socios en la sociedad», que «esta correspondencia entre la división del capital social en acciones y la división de los derechos por referencia a las acciones poseídas por el socio debe ser matizada desde tres puntos de vista. En primer lugar, porque si bien existen derechos proporcionales al capital suscrito (...) otros son proporcionales al capital desembolsado. En segundo lugar, porque existe la posibilidad de emitir acciones sin voto, como una clase *ope legis* que, pudiendo tener un valor nominal idéntico al de las acciones ordinarias, conceden los derechos con un diverso alcance (...). Por último, porque se reconoce a los estatutos de la sociedad anónima la facultad de autorregular los contenidos de los derechos de las diversas clases de acciones e incluso establecer privilegios, con ciertos límites», y que «no puede admitirse la separación entre los derechos del socio y la titularidad de una o más acciones, o dicho más claramente, son inescindibles en la sociedad anónima la condición de socio y de accionista». «La consagración expresa del principio mayoritario en el art. 93 LSA cierra la posibilidad a cualquier tipo de cláusula que lo desvirtúe, pues se entiende que la ley de la mayoría es consustancial con la SA», afirma VIERA GONZÁLEZ, A. J., «Las sociedades de capital cerradas (Un problema de relaciones entre los tipos SA y SRL)», Aranzadi, Navarra, 2002, p. 232; Cabe recordar que la RDGRN de 15 de abril de 1991 estima que la atribución a cada socio de un derecho de veto «contraría abiertamente un principio básico de la organización y funcionamiento de la sociedad anónima, cual es el de la adopción de sus acuerdos por mayoría».

⁽¹⁶⁸⁾ Establece el artículo 92.1 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital: «Las acciones podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. En uno y otro caso tendrán la consideración de valores mobiliarios».

⁽¹⁶⁹⁾ BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar, op. cit., p. 47, que en p. 46 destaca que «los principios del derecho societario quieren que las acciones confieran a sus poseedores iguales derechos, que las decisiones que afecten a la vida y extinción de la sociedad se tomen por mayoría de los socios en junta general y que la gestión de la empresa social se confíe a los administradores»; Precisa SÁNCHEZ CALERO, F., «La junta general en las sociedades de capital», Thomson-Civitas, Navarra, 2007, p. 38, que «la junta general de las sociedades de capitales constituye, conforme a la doctrina tradicional, el órgano soberano de la sociedad».

La igualdad conlleva la obligada referencia al binomio léxico igualdad-desigualdad, y sólo tangencialmente a igualdad-discriminación. La igualdad, que ya se vinculaba por Aristóteles a la idea de justicia⁽¹⁷⁰⁾, ha pasado a formar parte de la moral y de la ética occidental⁽¹⁷¹⁾ y, consecuentemente de su cultura jurídica⁽¹⁷²⁾, bien que con decidida efectividad sólo tras un largo y doloroso proceso histórico⁽¹⁷³⁾.

(170) «La igualdad puede ser vista como desigualdad, pues mientras que uno de los sentidos de este concepto, el de desigualdad aritmética, remite al criterio igualitario de que los iguales deben ser tratados igualmente, el otro sentido éticamente relevante, el de desigualdad geométrica o proporcional, propone establecer una cierta desigualdad entre situaciones desiguales», indica RUIZ MIGUEL, A., «Concepciones de la Igualdad y la Justicia Distributiva», en *Estado, Justicia, Derechos* (Díaz, E. y Colomer, J. L., ed.), AE, Madrid, 2002, p. 211; Según RECASENS SICHES, L., *Tratado General de Filosofía del Derecho*, Editorial Porrúa, México, 1978, pp. 587 y 591, «todos los seres humanos son a la vez iguales y desiguales entre sí. Son iguales desde ciertos puntos de vista, pero son desiguales desde otros puntos de vista (...). El principio de la igualdad esencial entre todos los hombres (...) no excluye, pues, la justicia de múltiples diferencias en cuanto a derechos concretos».

(171) «Puesto que el carácter de la injusticia es la desigualdad y que lo injusto es lo desigual, se sigue de aquí claramente que debe haber un medio para lo desigual. Este medio es la igualdad, porque en toda acción, sea la que quiera, en que puede darse el más o el menos, la igualdad se encuentra también precisamente. Luego si lo injusto es lo desigual, lo justo es lo igual; esto lo ve cualquiera sin necesidad de razonamiento, y si lo igual es un medio, lo justo debe ser igualmente un medio. Pero la igualdad supone, por lo menos, dos términos. Es una consecuencia no menos necesaria que lo sea un medio y una igualdad con relación a una cierta cosa y a ciertas personas (...). Así pues lo justo es lo proporcional», en *Moral a Nicómaco*, Libro V, Capítulo III, Espasa-Calpe (Castro Nogueira, introducción, y De Azcárate, P., traducción), Madrid, 1992, pp. 209-210.

(172) Indica RECASENS SICHES, L., op. cit. (*Tratado General de Filosofía del Derecho*), p. 194, que «la diferencia esencial de sentido que media entre la Moral y el Derecho no implica, en manera alguna, que el Derecho quede vaciado de orientación ética».

(173) Respecto del Derecho moderno, ha de distinguirse entre fenómenos revolucionarios cuyas consecuencias han sido asumidas pacífica y voluntariamente por la inmensa mayoría de las poblaciones respectivas, que participan después en la elaboración de normas, reflejo de las concepciones traídas por esas revoluciones, que constituyen un nuevo ordenamiento jurídico en sentido sustancial (conjunto sistemático de normas jurídicas, conformadas por principios y reglas jurídicas), de aquellos otros fenómenos revolucionarios que se imponen, por minorías, violentamente a la mayoría de la población, mediante la promulgación de nuevas normas o reglas, que no pueden considerar jurídicas en sentido sustancial, porque la población en absoluto participa voluntariamente en la elaboración de las nuevas normas o reglas. Ejemplo de las primeras fueron los fenómenos revolucionarios burgueses decimonónicos (Revoluciones Norteamericana y Francesa) origen del constitucionalismo y legalismo. Paradigma de las segundas fueron las revoluciones comunistas rusa y el nazismo alemán, en ambas un grupúsculo logró imponer a la sociedad en la que se integraba su propia ideología, y ocupó el poder; En todo caso no hay que olvidar que la Revolución Francesa fue enormemente cruenta, por contra de la Revolución Inglesa de 1688-1689, que «fue la menos violenta de las revoluciones modernas; pero ha sido, sin embargo la de efectos más duraderos», precisa PALACIO ATARD, V., *Manual de Historia Universal*, t. III (*Edad Moderna*), Espasa-Calpe, Madrid, 1959, p. 425; Para el siglo XX, es suficiente con citar la obra de Daniel Jonah GOLDHAGEN, *Los verdugos voluntarios de Hitler. Los alemanes corrientes y el holocausto*, Taurus, Madrid, 1997, del mismo autor, «Peor que la guerra. Genocidio, eliminacionismo y la continua agresión contra la humanidad», , Taurus, Madrid 2010; Joan-Carles MÈLUICH, *La lección de Auschwitz*, Herder, Barcelona, 2004; Margarete BUBER-NAUMAN, *Prisionera de Stalin y de Hitler*,

Haciendo abstracción de los planos político, social, moral/ético, e incluso religioso, en los que se alude a la igualdad-desigualdad con una característica relatividad, resulta que en el ámbito del «Derecho», de lo «jurídico», la igualdad se debate entre hacerse equivalente a la «justicia» («justicia natural», «derecho equitativo», «*aequum autem ius est, non quo omnes usi sunt, sed quod omnibus latum est*»⁽¹⁷⁴⁾) sobre presupuestos identitarios biológicos, o bien servir de vehículo relacional según la utilidad lógica y matemática (aritmética y geométrica o proporcional) del signo igual⁽¹⁷⁵⁾. El tratamiento igual, en cuanto que esencialmente racional⁽¹⁷⁶⁾, no puede ser escindido del «ser libre» («la esencia de razón es la libertad»⁽¹⁷⁷⁾), igualdad que niega el intervencionismo estatal⁽¹⁷⁸⁾, consecuente a la «golden share» o «acción se oro».

Ha de repararse en que «la igualdad no sólo estaba entre las principales exigencias revolucionarias en Europa y las Américas del siglo XVIII. También ha habido un consenso extraordinario sobre su importancia en el mundo posterior a la Ilustra-

Galaxia Gutenberg, 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*, Biblioteca El Mundo, 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; M. E. HIRST, *Kabul*, Edigraebel/Verticales de Bolsillo, Barcelona, 2007; Laurence REES, *El holocausto asiático. Los crímenes japoneses en la segunda guerra mundial*, Crítica, Barcelona, 2009; DEL PONTE, C., *La caza. Yo y los criminales de guerra*, Ariel, Madrid-Barcelona, 2009.

(174) Vid. HERNÁNDEZ GIL, A., *De nuevo sobre el Derecho natural*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1983.

(175) Con seguridad, a partir de la presentación por RECORDE R., en su obra *The whetstone of write* en 1557, con la representación «=», y que con anterioridad tuvo otras formas como «||».

(176) «Existe con toda seguridad, se está comprobando, una moral innata en los humanos, al margen y con anterioridad al propio desarrollo de las religiones», indica PUNSET, E., *El viaje al poder de la mente*, Ediciones Destino, Barcelona, 2010, p. 163, que alude a la empatía en pp. 167-182, y en p. 219-22 desarrolla la idea de que estamos «programados para no estar programados»; La idea de la «empatía» no puede desvincularse de la idea de igualdad biológica y racional, vid. RIFKIN, J., *La civilización empática*, Paidós, Barcelona-Buenos Aires-México, 2010.

(177) ZUBIRI, X., *Inteligencia y razón*, Alianza Editorial, Madrid, 1983, p. 107.

(178) «Los títulos de intervención en que puede apoyarse el poder son tantos y tan diversos que no es sorprendente que se llegue a la conclusión de que no puede construirse ni una noción general y abstracta del contenido esencial de la libertad de empresa, y ni siquiera un concepto operativo, o que el contenido esencial que se propugna sea más el de la idea del mercado que el de la libertad de empresa», indica RUBIO LLORENTE, F., «La libertad de empresa en la Constitución», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. I (*Introducción y Títulos Valor*), Civitas, Madrid, 1996, p. 442.

ción⁽¹⁷⁹⁾. La igualdad en o ante la ley constituyó uno de los «derechos inalienables» definidos en la Declaración de Virginia de 1776 y, después, en la Declaración de Derechos francesa de 1789. Se incluyó, con más precisión, en la Declaración de Saint-Ouen, de 2 de mayo de 1814, y en el preámbulo de la Carta otorgada de 4 de junio de 1814. En España es en la Constitución de 1837 en la que se recoge, por primera vez, el principio de Derecho a la igualdad y establece el derecho de igualdad de trato ante la ley, que ya se mantendrá en los posteriores textos constitucionales de 1845, 1869, 1876 y 1931 hasta la vigente Constitución de 1978. En todo caso, y desde entonces, «se presenta bajo dos aspectos funcionales. En primer lugar, es un principio de expresión constitucional, pero también constituye un principio general del Derecho»⁽¹⁸⁰⁾.

El ordenamiento jurídico constitucional español actual obedece a esa perspectiva filosófica y moral/ética occidental, por lo que el artículo 14 de nuestra Constitución no es más que la institucionalización jurídica de semejante principio moral/ético de igualdad. Nuestro ordenamiento establece como uno de sus elementos fundamentales el respeto radical al principio/derecho de igualdad en o ante la ley, que por ello se configura como el derecho fundamental por excelencia y clave de bóveda de todo el orden jurídico. Se concibe «como un derecho subjetivo de los ciudadanos a obtener un trato igual, que obliga a los poderes públicos a respetarlo», y que se ha expandido a las relaciones *inter privados*, pero no solo como un mero efecto reflejo de su expresión jurídico-pública.

Según la cultura jurídica occidental es indudable la existencia de un principio general del derecho de «igualdad de trato», cuya manifestación más explícita es el de «igualdad ante la ley» o «igualdad de trato ante o en la ley». En todas las declaraciones internacionales de derechos fundamentales aparece en un lugar prominente el debido respeto a la «igualdad» de las personas (seres humanos), comenzando por la Declaración Universal de los Derechos Humanos⁽¹⁸¹⁾, y concretamente, en el ámbito Europeo, en la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea, que dedica a la «Igualdad» todo su Título III, y muy específicamente su artículo 20⁽¹⁸²⁾.

(179) Amartya SEN, *La idea de la justicia*, Taurus, Madrid, 2010, p. 321; GARCÍA DE ENTERRÍA, E., en *El Derecho, la Ley y el Juez - dos estudios* (García de Enterría, E. y Menéndez, A.), Cuadernos Civitas, Madrid, 1997, p. 24, indica que «la idea democrática ha sido en Occidente una creación de las dos grandes revoluciones de fines del siglo XVIII, la americana y la francesa» y, en p. 27, «la democracia postula inexorablemente una determinada organización del Derecho y de sus instituciones centrales».

(180) GÁLVEZ, J., «Artículo 14», en *Comentarios a la Constitución Española*, Civitas, Madrid, 1980, p. 182.

(181) De 10 de siembre de 1948, cuyo artículo 1 dice: «Todos los seres humanos nacen libres e iguales en dignidad y derechos y, dotados como están de razón y conciencia, deben comportarse frateralmente los unos con los otros»

(182) Artículo 20. «Igualdad ante la ley. Todas las personas son iguales ante la ley».

En las «Explicaciones»⁽¹⁸³⁾ sobre aquella Carta, se dice que este último precepto «corresponde a un principio general de Derecho que figura inscrito en todas las Constituciones europeas y que el Tribunal de Justicia consideró un principio fundamental del Derecho comunitario»⁽¹⁸⁴⁾. No hay duda, pues, de que la igualdad ante la ley constituye un principio general de Derecho comunitario, y tampoco parece razonable dudar de que la igualdad de los accionistas, el trato igual a los mismos en la ley y en las normas, incluso privadas, que la desarrollen (estatutos sociales), constituye una manifestación concreta de aquel principio general del Derecho. Cualquier otra interpretación estaría viciada de un reduccionismo intolerable.

Nuestra jurisprudencia constitucional⁽¹⁸⁵⁾ interpreta el artículo 14 CE, indicando que «contiene en su primer inciso una cláusula general de igualdad de todos los españoles ante la Ley, habiendo sido configurado este principio general de igualdad, por una conocida doctrina constitucional, 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».

Resulta ajena al principio de igualdad, y por tanto no está amparada por el núcleo de protección del artículo 14 CE, la denominada «discriminación por indiferenciación», pues el principio de igualdad «no consagra un derecho a la desigualdad de trato»⁽¹⁸⁶⁾, ni ampara la falta de distinción entre supuestos desiguales», por lo que no existe «ningún derecho subjetivo al trato normativo desigual»⁽¹⁸⁷⁾. Pero incluso una manifestación tan caracterizada de la seguridad jurídica como la institución de la «cosa juzgada» cede ante la aplicación del principio de igualdad, «no se admite que la exis-

(183) Como precisa en su encabezamiento aquella Carta: «Elaboradas inicialmente bajo la responsabilidad del Praesidium de la Convención que redactó la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea. Han sido actualizadas bajo la responsabilidad del Praesidium de la Convención Europea, a la vista de las adaptaciones de la redacción del texto de la Carta realizadas por la Convención (...) y de la evolución del Derecho de la Unión. Si bien no tienen por sí mismas valor jurídico, constituyen un valioso instrumento de interpretación con objeto de aclarar las disposiciones de la Carta».

(184) SSTJUE de 13 de noviembre de 1984, Racke, asunto 283/83, de 17 de abril de 1997, Earl, asunto C-15/95, y de 13 de abril de 2000, Karlsson, asunto C-292/97.

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

(186) STC 114/1995, de 6 de julio.

(187) SSTC 16/1994, de 20 de enero, 181/2000, de 29 de junio, 88/2001, de 2 de abril, 257/2005, de 24 de octubre.

tencia de una sentencia firme con valor de cosa juzgada pueda aceptarse como justificación objetiva y razonable de un trato desigual»⁽¹⁸⁸⁾.

Precisa la jurisprudencia constitucional⁽¹⁸⁹⁾, recogiendo la doctrina del Tribunal Europeo de Derechos Humanos en relación con el artículo 14 CEDH, 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».

Su proyección en las relaciones *inter privatos*⁽¹⁹⁰⁾ ha sido sólo llevada a cabo por la jurisprudencia constitucional, siguiendo la doctrina de la «Drittwirkung der Grundrechte». Atendiendo a ella aquella jurisprudencia ha establecido 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⁽¹⁹¹⁾, por más que también tenga declarado «el menor alcance de la protección del derecho fundamental alegado en casos en los que juegue abiertamente el principio de autonomía de la

(188) STC 307/2006, de 23 de octubre, y STS, Sala de lo Social, de 19 de mayo de 2010.

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

(190) RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente», *RDM* núm. 24, octubre-diciembre de 2009, p. 1483, se plantea «si puede establecerse como vínculo objetivo a la autonomía estatutaria, una orden de igualdad de trato entre los socios, y si, en virtud de la misma, le son impuestos límites, derivados de la necesidad de considerar las repercusiones (eventualmente diversas) que la propia selección podría tener sobre la economía individual de los socios». Considerando, en p. 1484, que «sólo estarían prohibidas las conductas que representen un trato discriminatorio y no se encuentren avaladas por la cláusula de interés social».

(191) Por ello puede cuestionarse la afirmación de la Abogada General, Sra. Verica Trstenjak, 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, de que «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*, laborales, ha sido constantemente 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; 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 para el acuerdo privado o la decisión unilateral del empresario, en ejercicio de sus poderes de organización de la empresa ; Indica RUIZ PERIS, J. I., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), p. 95, que «la aplicación del principio de igualdad de trato constitucionalizado a las relaciones *inter privatos* requiere un paso lógico que no está presente de forma expresa en la jurisprudencia constitucional, pero que se deduce de su línea aplicativa: constatar que el principio constitucionalizado es una manifestación del principio general de igualdad de trato y que la constitucionalización de una de sus manifestaciones supone la constitucionalización del propio principio».

voluntad, a falta de un principio jurídico del que derive la necesidad de igualdad de trato entre los desigualmente tratados»⁽¹⁹²⁾.

La imbricación del principio de igualdad en el derecho societario⁽¹⁹³⁾ se explica⁽¹⁹⁴⁾ por la extensión del criterio democrático en el gobierno de cualesquiera organi-

(192) RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., op. cit. («El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente»), pp. 1481-1482, destaca que «para algunos autores, el principio de igualdad de trato pertenece al núcleo de valores centrales del sistema societario. Su fundamento no se hallaría en el artículo 14 CE, sino en el propio contrato de sociedad; salvo prueba en contrario, debe considerarse que es esta la voluntad presupuesta o presumible de los otorgantes. Ciertamente el fundamento jurídico de este principio ha seguido varias direcciones: la primera partiría de los principios generales del Derecho público, ya sea sobre la base liberal o bien prescindiendo de esa base, y atendiendo única y exclusivamente al fin de la justicia. Esos postulados se trasvasarían al Derecho privado, en concreto a las comunidades personales. Una segunda dirección la constituye una generalización a través de la interpretación legal, partiendo de aquellos preceptos que recogen el principio. Se considera por parte de algún autor que no sería necesario acudir para fundamentar este postulado a ningún principio general de carácter jurídico público, ni remontarse a la CE; este principio se incardinaria en la propia vertiente causal de la sociedad; habrá que presuponer que la igualdad es la voluntad querida y presumible».

(193) El art. 22 CE reconoce el derecho de asociación, que incluye el de formar agrupaciones para la consecución de cualesquiera fines «(...) Son asociaciones constituidas al amparo del art. 22 CE todas las que cumplan los requisitos de unión de personas, voluntariedad, vínculo organizativo estable y fines», indica GÓMEZ MONTORO, A. J., *Asociación, Constitución, Ley*, Madrid, 2004, p. 139, sobre la problemática de la inclusión de las sociedades mercantiles en el ámbito de aplicación del art. 22 CE, vid. pp. 26-29 y 133 a 137; «El derecho a la constitución de sociedades está amparado constitucionalmente», afirma J. PRADA GONZÁLEZ, «Influencia del Derecho Público sobre el Derecho de Sociedades», *RDN* num. CXXXI, enero-marzo de 1986, p. 201; Comprendido en el artículo 22 de la Constitución según jurisprudencia constitucional (SSTC 23/1987, de 23 de febrero; 5/1996, de 16 de enero, y 67/1985 de 24 de mayo); Indica PEÑAS MOYANO, B., «Las clases de acciones como instrumentos financieros en los derechos de sociedades británico y estadounidense», Thomson-Aranzadi, Navarra, 2008, 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»; 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»; Sobre la «aplicabilidad a las sociedades mercantiles del principio de igualdad consagrado en el artículo 14 CE», vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Doctrina del Tribunal Constitucional sobre las sociedades mercantiles», en *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. I, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 289-292.

(194) Según RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., op. cit. («El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente»), 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 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 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.

zaciones, y a las sociedades en particular⁽¹⁹⁵⁾, de las que es paradigma la sociedad anónima⁽¹⁹⁶⁾. La igualdad de los accionistas «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»⁽¹⁹⁷⁾, y «se asienta en la generalidad de los ordenamientos»⁽¹⁹⁸⁾. Principio de igualdad de los accionistas que se manifiesta con la plena asunción de la «concepción del principio de mayoría propia de la época moderna»⁽¹⁹⁹⁾ como método decisorio en Junta general, y, se agudiza en la anónima cotizada porque sus accionistas «han perdido la *affectio societatis*»⁽²⁰⁰⁾.

(195) Vid. RUIZ PERIS, I., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), pp. 221 y ss.; Constituyendo una posición admitida mayoritariamente por la doctrina, vid. 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.

(196) 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; Del mismo autor, *Curso de Derecho Mercantil* (sexta edición, revisada corregida y puesta al día por A. Bercovitz), Madrid, 1972, pp. 359-360; También 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*), pp. 25 ss., pone de manifiesto la cuestión planteada de «si habría de irse a la transformación de su (de la sociedad anónima) carácter democrático»; 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 y e igualdad a la «libertad de asociación (artículo 22), bajo la que se ampara la constitución de sociedades»; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., op. cit. («Doctrina del Tribunal Constitucional sobre las sociedades mercantiles»), p. 303, indica que «el derecho de asociación, consagrado en el artículo 22 CE, puede contemplarse en relación con las sociedades mercantiles en un doble plano: el del derecho de asociación de las sociedades entre sí y el derecho a que las normas establecidas por los socios serán respetadas».

(197) 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.

(198) AGUILERA RAMOS, A., op. cit. («Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas»), p. 156, vid. también p. 157.

(199) SÁNCHEZ LINDE, M., «Reflexiones en torno al principio mayoritario en la Junta de accionistas de la sociedad anónima», *RPD* (CEF), enero de 2010, p. 31, que precisa cómo «no ha dejado de provocar justificaciones doctrinales más recientes, en el momento en que el propio legislador pasa a imponer el principio mayoritario *ex lege*». Vid. del mismo autor «El principio de mayoría en la adopción de acuerdos de la Junta general de la sociedad anónima», *RdS-Monografías*, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2009, especialmente p. 26.

(200) SÁNCHEZ CALERO, F., op. cit. (*La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*), p. 33; indica GARRIGUES, J., op. cit. (*Nuevos hechos, nuevo Derecho de Sociedades Anónimas*), pp. 70-71, que «el hecho fundamental es, pues, el de la separación de dos grupos de

Ha de repararse en que el prestigio e influencia de la sociedad anónima, que tiene gran importancia sociopolítica y «un papel muy útil en la vida económica contemporánea, más que el de las primitivas entidades capitalistas que le precedieron»⁽²⁰¹⁾, se asienta en la circunstancia de que la organización es «una de las grandes realidades de la vida contemporánea»⁽²⁰²⁾, deviniendo en su modélico ejemplo, y en que la gran organización está «siendo progresivamente apreciada en la vida económica»⁽²⁰³⁾, circunstancias a la que se añade su protagonismo como «operadora» del mercado en la era de la economía financiera⁽²⁰⁴⁾.

Se alude, en seno de derecho de sociedades anónimas, al «principio de igualdad de tratamiento de los accionistas»⁽²⁰⁵⁾, pudiendo convenirse en que, a pesar de las diferentes regulaciones que históricamente han acompañado a la sociedad anónima, se mantiene la idea de que el contenido de aquel principio «postula sólo la igualdad de módulo: que, dándose las mismas circunstancias, no sean distintas las cargas o ventajas para los socios. El principio se refiere a la vida de la sociedad ya fundada y, en el caso de desigualdad inicial, la igualdad ulterior revestirá la forma de proporcionali-

accionistas: de un lado los que toman inmediato interés en la empresa misma y aspiran por eso a participar en ella de modo permanente, influyendo o dominando su dirección; de otro lado, aquellos que no tienen este propósito de dominación, sino que se limitan a colocar su dinero vacante o especular en Bolsa con las fluctuaciones del curso de las acciones, sin querer asumir trabajo ni responsabilidad en el manejo de los negocios sociales se fían de la competencia de otros. Los intereses completamente diversos y opuestos de estas dos clases de accionistas están en conflicto permanente dentro de la sociedad anónima»; Vid. GIRÓN TENA, J., op. cit. (*Derecho de Sociedades Anónimas*), pp. 18-19.

(201) GALBRAITH, J. K., op. cit. (*La economía del fraude inocente - La verdad de nuestro tiempo*), p. 56.

(202) GALBRAITH, J.K., *Historia de la Economía*, Barcelona, 1991, Ariel, Barcelona, 1991, p. 315. En op. cit. (*La economía del fraude inocente - La verdad de nuestro tiempo*), pp. 86-87, indica que «la corporación (...) constituye un rasgo esencial de la vida económica moderna. Debemos conservarla, pero ésta tiene que ajustarse a los patrones socialmente aceptados y a las restricciones públicas indispensables».

(203) GALBRAITH, J.K., op. cit. (*Historia de la Economía*), p. 315, precisando, en p. 303, que el predominio de la sociedad anónima no obsta a que se haya evidenciado la necesidad de corregir la deriva, no ortodoxa, de «maximización del propio beneficio» para quienes poseen el poder de decisión en la sociedad, sin que aquel alcance a «los accionistas que son a la vez anónimos e impotentes».

(204) Sobre la «economía financiera» PRIETO PÉREZ, E., *La Era de las Finanzas Mercados financieros y globalización*, Madrid, 2002; sobre la «polivalencia» de la Sociedad Anónima, vid. VIERA GONZÁLEZ, A. J., *Las sociedades de capital cerradas*, Pamplona, 2002, especialmente pp. 62-63; Indica SÁNCHEZ CALERO, F., op. cit. (*La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de Sociedades*), pp. 57-58, que un conjunto de circunstancias «van produciendo en el seno de la sociedad anónima unos cambios profundos, potenciados por su variada funcionalidad, que pone de manifiesto en el campo del Derecho una divergencia entre el régimen de las sociedades por acciones cerradas (...) y las sociedades abiertas o públicas que acuden al ahorro público por medio del mercado de valores. Son los cambios del mercado y de la tecnología los que hacen precisa la articulación diversa de la gran sociedad anónima».

(205) GIRÓN TENA, op. cit. (*Derecho de Sociedades anónimas*), p. 186.

dad»⁽²⁰⁶⁾. Precisándose que la operatividad de aquel principio «no quiere decir que, en el instante fundacional de la sociedad, no puedan convenirse clases distintas de acciones y, en consecuencia, de puestos de socio; tampoco que a socios de distinta clase se les trate de manera uniforme; lo que significa simplemente es la aplicación de la regla de la igualdad de medida, ínsita en la noción de justicia, a los socios de la sociedad anónima. Trato igual de los iguales y desigual, proporcionalmente, de los desiguales, para que la igualdad de módulo permanezca»⁽²⁰⁷⁾.

Afirmándose, en relación con el «estatuto jurídico» de los accionistas en la sociedad anónima, que «el principio es la igualdad, bien en sentido absoluto cuando todas las posibles posiciones de socio en que se divide el capital social se incorporan a acciones iguales, bien en sentido limitado cuando los derechos que se incorporan a esas acciones son diferentes dando lugar al concepto de clase de acción, dentro de la cual ha de respetarse en todo su rigor el principio de igualdad entre los accionistas»⁽²⁰⁸⁾.

El ordenamiento jurídico español ha devenido contundente en cuanto a la proclamación del principio de igualdad de los accionistas, manifestándose explícitamente, en el artículo 97 del Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, que «la sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas»⁽²⁰⁹⁾.

(206) GIRÓN TENA, J., *Apuntes de Derecho Mercantil*, t. *Sociedades. Parte General*, vol. 1.º, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1983-1984, pp. 29-130 (donde pone 20-130, debe poner 29-30), que añade lo siguiente: «El fundamento jurídico del principio se busca de distinta forma: hay una dirección que parte de los principios generales de carácter jurídico-público (bien sobre base liberal, bien, con independencia de este punto de partida, atendiendo sólo al fin de justicia) y traslada luego estas ideas de las comunidades políticas a las comunidades personales de Derecho Privado. Otra constituye una generalización con pura técnica de interpretación legal, partiendo del conjunto de preceptos del ordenamiento que presuponen el principio (...). Por último la tesis mejor fundada es la que sostiene que, aunque no se pudiera demostrar que la ley ha generalizado el principio, habrá de estarse a él como voluntad presupuesta o presumible de los contrayentes, salvo prueba concreta contraria, ya que la confianza precisa para colaborar en la dinámica de la vida social es incompatible con la idea contraria: nadie participará en una sociedad, si le hiciera presente la idea contraria a este principio».

(207) GIRÓN TENA, op. cit. (*Derecho de Sociedades anónimas*), p. 186.

(208) AGUILERA RAMOS, A., op. cit. («Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas»), p. 156, vid. también pp. 157-158, que añade: «este es el sentido del epígrafe II del Preámbulo de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951».

(209) 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. 97, 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

La admisibilidad de acciones «privilegiadas» en la sociedad anónima⁽²¹⁰⁾ está vinculada a su origen y asociada a su historia⁽²¹¹⁾, pero en nuestro ordenamiento tiene concretos límites⁽²¹²⁾, derivados, sin duda de que «la existencia del privilegio supone

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»; AGUILERA RAMOS, A., op. cit. («Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas»), p. 156 indica que «la cuestión que inmediatamente debe plantearse es la idea de si el contenido de la posición jurídica del socio es idéntica para todos los socios. Si todos los socios, desde el punto de vista de sus derechos y obligaciones, son iguales».

Mandato de igualitarismo que aparece recogido en muchos otros preceptos del real Decreto Legislativo 1/2010, así en los artículos 188.2, 275, 320, 329, 330, 338, 392 y 432

(210) Precisan SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., op. cit. (*Instituciones de Derecho Mercantil*), p. 416, que «si bien la Ley establece la igualdad de derechos entre las acciones de la misma clase, consiente la creación de clases diversas de acciones. En este sentido, la Ley, declara que “las acciones pueden otorgar derechos diferentes. Las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase de acción” (art. 94.1). La existencia de diversas clases de acciones permite la distinción entre acciones ordinarias y privilegiadas. Esta distinción respeta el principio esencial apuntado de paridad de trato de los titulares de acciones de la misma clase, los cuales han de recibir un trato equivalente», apreciación que reiteran y desarrollan en pp. 424-426; «conviene partir de la licitud de los privilegios. Su reconocimiento legal no deja lugar a dudas. Otra cosa es la cautela con que debe utilizarse esta facultad en orden a no difuminar exageradamente los derechos de los accionistas no privilegiados», indica AGUILERA RAMOS, A., op. cit. («Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas»), p. 156, vid. también p. 162; Vid. GIRÓN TENA, op. cit. (*Derecho de Sociedades anónimas*), p. 186.

(211) Me remito a mi trabajo «Comentario al artículo 7 LSA. Constitución e inscripción (De la constitución de la sociedad)», en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (Sánchez Calero, F. dir.), t. I, EDESA, Madrid, 1997, pp. 203-256; RUIZ PERIS, J. A., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), p. 133-134.; vid. ALEMÁN LAÍN, P., op. cit. (*Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el Derecho norteamericano*), pp. 42-54, y 145-151.

(212) SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., op. cit. (*Instituciones de Derecho Mercantil*), pp. 424-426; Indica ALEMÁN LAÍN, P., op. cit. (*Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el Derecho norteamericano*), p. 169, que «en el Derecho español el valor nominal es el módulo normal de medida de los derechos del accionista, aunque la ley establece excepciones a este principio», y en p. 171, que «los estatutos no pueden romper la proporcionalidad entre

obviamente por principio la ruptura del principio de igualdad»⁽²¹³⁾, lo cual es intolerable a la altura de los «tiempos que nos ha tocado vivir». Pero semejante permisión contraria a la igualdad de trato de los accionistas⁽²¹⁴⁾ no supone que se tolere la creación de acciones que bajo aquel ropaje, escondan «golden shares» o «acciones de oro». Nuestro Derecho societario no consiente la creación de semejantes acciones «superprivilegiadas»⁽²¹⁵⁾.

La creación de «golden shares» o «acciones de oro» no es posible en nuestro ordenamiento societario no sólo porque coartan principios y libertades fundamentales, establecidas y garantizadas por el Derecho comunitario, sino porque conculcan y violentan de manera grosera, frontal, el principio y derecho de igualdad de trato de los accionistas⁽²¹⁶⁾.

el nominal de la acción y los derechos de voto», precisando que «ese principio de proporcionalidad encuentra también, sin embargo, flexibilizaciones en la propia LSA», e indicando, en p. 198, que «la doctrina es unánime en considerar que los elementos del concepto legal (...) son “principios configuradores” (...), porque esos elementos están, además, recogidos en normas imperativas»; Precisa AGUILERA RAMOS, A., op. cit. («Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas»), p. 162, que «sentada la licitud (de los privilegios), es preciso destacar los límites a los que se ve sometida la facultad de crearlos. Y el más general es el que supone la propia estructura del tipo sociedad anónima de forma que no pueden otorgarse privilegios que lleguen a desnaturalizar el tipo. Igualmente, la facultad de crearlos se ve limitada por el carácter de derecho necesario de los preceptos de la Ley. Con esto se está haciendo referencia a la indisponibilidad por parte de los órganos sociales de los derechos irrenunciables e inderogables».

(213) RUIZ PERIS, J. A., op. cit. (*La igualdad de trato en el derecho de sociedades*), p. 134.

(214) «La licitud de los privilegios atribuidos a las acciones viene limitada a los derechos corporativos de contenido patrimonial (...). No es posible, en cambio, (...) crear ningún tipo de privilegio ni respecto de los derechos políticos (derecho de voto) ni respecto de algunos derechos patrimoniales», destaca AGUILERA RAMOS, A., op. cit. («Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas»), p. 169.

(215) El «superprivilegio» en que consiste la «golden share» recuerda la apreciación de GARRIGUES, J., op. cit. (*Nuevos hechos, nuevo Derecho de Sociedades anónimas*), pp. 59-60, según el cual «la forma mercantil de la sociedad anónima puede adaptarse a fines extracomerciales: no tendremos entonces una sociedad anónima mercantil pero sí una sociedad anónima sometida al régimen legislado de esta clase de sociedades».

(216) Al respecto es ilustrativa la siguiente noticia del diario ABC, de 9 de julio de 2010, p. 36, y que dice lo siguiente: «El Tribunal de Justicia de la Unión Europea declaró ayer ilegal la “acción de oro” que mantiene el Estado portugués en Portugal Telecom por ser contraria a la libre circulación de capitales (...). Esta decisión allana al camino de Telefónica para hacerse con el control de la brasileña Vivo, operación vetada el 30 de junio por el Gobierno de José Sócrates pese a que contaba con el apoyo del 74% de los accionistas de Portugal Telecom».

FUSIONES Y ADQUISICIONES Y CONSEJEROS INDEPENDIENTES. EL PAPEL DEL COMITÉ ESPECIAL PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES^(*)

JAVIER MEGÍAS LÓPEZ

*Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

RESUMEN

El presente trabajo incorpora el parámetro de diligencia exigible al consejero independiente a los momentos del procedimiento de fusión donde más destacadamente participa el Consejo de Administración, en el contexto de su función de supervisión aplicable en España. La ausencia de cometidos especiales relativos a la función de supervisión, específicamente en el marco de las fusiones y adquisiciones, contrasta con el amplio desarrollo en Estados Unidos de un Comité Especial para fusiones y adquisiciones formado por consejeros independientes.

Palabras clave: *sociedades cotizadas, gobierno corporativo, consejero independiente, fusiones y adquisiciones, Comité Especial.*

ABSTRACT

This article refers to the independent director's duty of care in the different moments of the merger process in which board of directors notably takes part, in the context of its monitoring function and according to the Spanish law. The lack of special commitments relating to the duty to monitor, particularly in the M&A framework, contrasts with the wide develop in the US of a Special Committee for Mergers and Acquisitions of independent directors.

Key words: *listed companies, corporate governance, independent director, mergers and acquisitions, Special Committee*

(*) El presente trabajo constituye el texto ampliado y revisado de la intervención del autor en el VIII Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil, celebrado entre los días 27 y 30 de septiembre de 2010 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación *Plan de acción de la Unión Europea sobre el Derecho de Sociedades y la modernización del Derecho español de sociedades de capital*, DER2008-01520, financiado por el Ministerio de Educación.

El trabajo se ha elaborado en el contexto de la investigación correspondiente a la tesis doctoral del autor, para cuya realización disfruta de una beca de Formación del Profesorado Universitario concedida por el Ministerio de Educación.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. EL PAPEL DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES.
 - III. EL COMITÉ ESPECIAL PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ESTADOS UNIDOS.
 - IV. CONCLUSIONES.
 - V. BIBLIOGRAFÍA.
-

I. INTRODUCCIÓN

El estatuto del consejero independiente está por definir casi al completo. Después de más de una década de presencia en los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas españolas se ha evolucionado en torno a la noción de independencia y a los requisitos de acceso al cargo, pero otros aspectos de su estatuto permanecen inmutados. ¿Quiere esto decir que el consejero independiente es sólo eso, un consejero sin vínculos con determinados colectivos? La respuesta, que debería ser negativa, en la actualidad permanece en el aire. En efecto, la dotación de unos requisitos de desvinculación a un tipo de consejero tiene una finalidad, como es el mejor desempeño de la función de supervisión del Consejo en el contexto del *monitoring model*. Pero poco se haría para alcanzar esta finalidad si el estatuto se quedara ahí, en los requisitos de independencia, y no avanzara en la facilitación del desempeño de la función de control que se encomienda teóricamente a los independientes, así como en las consecuencias derivadas de ese estatuto funcional. Es decir, es la función de supervisión la que conforma los demás aspectos del estatuto. Parecen palabras absurdas por evidentes, pero lo cierto es que los avances en la asunción del modelo supervisor del Consejo desde el punto de vista del desempeño de la propia función son ínfimos⁽¹⁾.

En el presente trabajo no prejuzgamos aspectos como la noción de independencia, la justificación de la existencia de la figura, la necesidad o no de su previsión legal, ni un largo etcétera de cuestiones interesantes y polémicas de su estatuto. Abordamos brevemente el estatuto funcional del consejero independiente en el marco de las fusio-

(1) «No parece que tenga sentido estimular o imponer específicamente la presencia de consejeros independientes si no se quiere algo más», ESTEBAN VELASCO, G., «Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 27, 2006, p. 95. Fácilmente se entiende que resulta lógica la exigencia de requisitos de independencia a varios consejeros como punto de partida para el establecimiento del modelo supervisor, pues es el paso más sencillo en un primer nivel de desvinculación. Las dificultades comienzan posteriormente, con el desarrollo completo de su estatuto como consejero supervisor.

nes y adquisiciones; esto es, el deber de diligencia que le es exigible en la materia con el actual vacío de funciones de la figura. En segundo lugar, veremos la posibilidad de introducir un Comité *ad hoc* formado por (los) consejeros independientes como herramienta de apoyo a la supervisión sobre la operación de que se trate, a la luz del desarrollo de este tipo de comités en Estados Unidos.

II. EL PAPEL DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

En ausencia de determinación del contenido de la función de supervisión, es necesario deducir la actitud que se espera del consejero independiente en los casos de fusiones y adquisiciones incorporando ese parámetro de diligencia abstracto en cada fase del procedimiento de fusión a partir de la situación típica que se presenta en la materia. Lógicamente, la actitud de reacción del consejero independiente dependerá de las circunstancias particulares que rodeen a la situación concreta frente a la que deba reaccionar, por lo que cualquier intento de determinación cerrada —tanto de las situaciones como de las reacciones— podría ser ocioso por incompleto⁽²⁾.

Ahora bien, a pesar de que una concreción completa no es posible, sí podemos señalar la doble pauta abstracta que debe guiar el actuar del consejero independiente en el Consejo de Administración (CdA): por una parte, la promoción del interés de los accionistas sin presencia en el Consejo compatible con el interés social; por otra, la prevención y corrección de la aparición de conflictos de interés en ejecutivos y accionistas de control —normalmente vía consejeros dominicales—. Así, las situaciones que motivan la intervención del independiente serán todas las que o bien son susceptibles de vulnerar injustificadamente el interés de aquéllos, o bien pueden constituir o de hecho constituyen un conflicto de interés⁽³⁾.

Como es sabido, la ley reserva a la Junta General (JG) la adopción de la decisión sobre una fusión⁽⁴⁾, como quiera que las modificaciones estructurales implican un cambio sustancial en la estructura jurídica y económica de la sociedad. Si bien la realización de operaciones de reestructuración empresarial de este tipo excede del

(2) DI NANNI, C., *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Nápoles, 1992, p. 221, señala que «el legislador, en definitiva, obliga al administrador a un comportamiento positivo, pero no dice criterio alguno para individualizar el contenido y los límites de este deber; y sería tarea vana una búsqueda orientada en este sentido, porque la esencia misma del deber de vigilancia es indefinida».

(3) El objeto del presente trabajo impide un mayor detenimiento en el examen de estas cuestiones; véase a ESTEBAN VELASCO, «Reorganización de la composición del Consejo...», op. cit., pp. 91-92 y 95; y SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., «Los consejeros independientes. (Análisis de su presencia en el IBEX 35)», en *EPrints Complutense*, núm. 1, marzo de 2006, pp. 95-97; id., «Los consejeros independientes y la reorganización del Consejo de Administración», en *EPrints Complutense*, núm. 21, 2008, pp. 55-56.

(4) Art. 40 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME).

objeto social como límite al poder de administración y representación de los administradores, es fácil comprender que sea precisa una actividad representativa en este ámbito, tanto si observamos la finalidad de la operación en su vertiente estratégica como en su perspectiva de supervivencia de la compañía⁽⁵⁾, por lo que son los administradores los encargados de iniciar e impulsar los trámites necesarios para la realización de estas, mientras que la JG mantiene la competencia decisoria de forma exclusiva y excluyente⁽⁶⁾. La competencia de los administradores en toda la fase preparatoria de la fusión concluye, como es sabido, con la redacción de un proyecto que contenga las bases de la reestructuración programada y de un informe valorativo sobre los aspectos económicos y jurídicos de ella⁽⁷⁾. Ambos documentos —proyecto e informe de los administradores—, junto con el informe de expertos independientes⁽⁸⁾, cumplen una función de informar a los socios para que éstos estén en mejores condiciones de «autotutelar» sus propios intereses en su condición de únicos legitimados para adoptar la decisión definitiva, y en este sentido desempeñan un papel de protección *a priori* de los intereses de aquéllos⁽⁹⁾; es la información, de hecho, el instrumento fundamental

(5) No podemos desconocer que las modificaciones estructurales en general, y las fusiones en particular, a menudo son operaciones orientadas a la supervivencia de la empresa, y como tal más cerca de las decisiones relativas a la terminación de la misma que de las decisiones encaminadas al progreso empresarial. Ahora bien, este tipo de operaciones de reestructuración son en gran parte de las ocasiones instrumentales para la consecución de ciertos objetivos empresariales, siendo su proliferación un instrumento societario más al servicio del desarrollo de la empresa social especialmente destacable en el ámbito de las sociedades cotizadas. Por medio de una fusión, como operación de concentración empresarial, las sociedades participantes tienen normalmente como móvil un ánimo de crecimiento en un intento de medrar en el mercado o dominarlo, reduciendo los costes, ampliando su competitividad, diversificando la actividad y entrando en nuevos mercados, mejorando la capacidad y solvencia financiera interna y externa, e incluso perfeccionando la estrategia de innovación empresarial para el desarrollo de una política de investigación y desarrollo más sólida; vid. al respecto LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 2.ª edición, 2000, pp. 70 y ss.

(6) Véase no obstante la alteración de las competencias en los casos de fusiones especiales según los arts. 49.1.4.º y 51 LME, JUSTE MENCÍA, J., «Fusiones especiales», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 777 y 796-799. Vid. ampliamente sobre el reparto competencial en este tema LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 146-166; y SEQUEIRA MARTÍN, A., «El concepto de fusión y sus elementos componentes», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., tomo I, pp. 391-392. Vid. también las reflexiones de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Escisión (Artículos 252 a 259 LSA)*, Madrid, Civitas, 1993, pp. 92-93.

(7) Arts. 30 y 33 LME.

(8) Art. 34 LME.

(9) LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 261-268 y p. 428, señalando que «el análisis de los dos informes está regido por un criterio funcional; éste es el de actuar como complementos del proyecto de fusión, a fin de que éste pueda cumplir con la función eminentemente informadora, que está llamado a desempeñar en el proceso de fusión de sociedades. Particularmente, tienden a contribuir y facilitar la formación de la decisión sobre la fusión en los socios» (notas al pie omitidas). No en vano, así lo pretendió la Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978 (DO L 295, de 20-10-1978) relativa a las fusiones de sociedades anónimas, cuando en su Considerando cuarto reconocía que, en el marco de la coordinación de las legislaciones nacionales orientada a la protección de los intereses y los derechos de los accionistas de las sociedades que participan en la operación, «es particularmente importante asegurar una información adecuada y tan objetiva como sea posible» a los mismos.

para la garantía de regularidad de este tipo de operaciones⁽¹⁰⁾. No olvidemos la necesidad de protección de los accionistas en caso de una modificación estructural, principalmente del accionista que no participa en el control de la sociedad, como quiera que su posición jurídico-económica puede verse seriamente perjudicada tras la operación, en especial por el resultado de la valoración del patrimonio social y el consecuente establecimiento de la relación de canje de las acciones, extremos éstos que se realizan sin posibilidad de injerencia de los accionistas⁽¹¹⁾.

La función informativa orientada a la protección de los intereses de los accionistas —y también de los acreedores— no se entendería bien si aquella no fuera desempeñada de una manera correcta, si los administradores hicieran uso de estos instrumentos de protección precisamente para conseguir sus propios objetivos, esto es, la realización de la operación de reestructuración conforme a sus particulares propósitos, que pudieran no ser del todo compatibles con el interés de los accionistas dispersos. Por ello, el consejero independiente ha de procurar la objetividad, plenitud y claridad de los documentos informativos para que éstos puedan cumplir su función principal⁽¹²⁾. Y en su caso, la disconformidad de los consejeros independientes debería manifestarse con total transparencia en los instrumentos informativos correspondientes, además de constar en el acta de la sesión correspondiente «las discusiones y acuerdos del Consejo» al respecto —art. 250 de la Ley de sociedades de capital (LSC), antiguo art. 142 de la Ley de sociedades anónimas (LSA)— y, en su caso, la oposición de los consejeros que votaron en contra de los respectivos acuerdos⁽¹³⁾. Además de la emisión de proyecto de fusión e informe de los administradores, es destacable la labor del independiente en dos aspectos más. En primer lugar, surge un deber (también) con alcance

(10) EMBID IRUJO, J. M., «En torno a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (fusión, escisión y otros procedimientos similares)», en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 9, 1991, p. 21. En palabras de PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, Civitas, 1998, p. 317, «las medidas dispuestas a este respecto conforman un acabado sistema informativo que sobrepasa la tradicional concepción de este derecho como mecanismo fundamentalmente instrumental del derecho de voto, y lo configuran como un instrumento de control social que tiende a asegurar que la redefinición de los derechos de todos los socios ocasionada por la fusión no se lleva a cabo en beneficio de la mayoría sino en consonancia con el interés de la sociedad»; véase también pp. 377-380.

(11) LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, p. 262, nota 3; GUASCH MARTORELL, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: la tutela de los intereses de los socios y acreedores*, Madrid, Civitas, 1993, pp. 120-121; y destacadamente PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., en breve pp. 36-39, más ampliamente pp. 145 y ss.

(12) En palabras de GUASCH MARTORELL, *La escisión...*, op. cit., p. 128, «la información que se facilite a los socios (...) deberá cumplir una triple exigencia de *veracidad, suficiencia y comprensión*».

(13) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Los consejeros independientes...», op. cit., 2008, pp. 53-54, para quien «la claridad es condición que alcanza al contenido de la postura del consejero opositor. Tanto los argumentos que justifican su postura, como la posición adoptada (de frontal y absoluto desacuerdo o consistente en condicionar su adopción a ciertos requisitos o a la consideración de fórmulas alternativas a la propuesta) deben quedar claramente establecidos». Sobre la constancia de la oposición en las actas véase, además, a SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, 2.^a ed., Navarra, Thomson-Civitas, 2007, pp. 684-685.

informativo respecto de las modificaciones importantes acaecidas en el patrimonio de cualquiera de las sociedades que se fusionan —incluida la propia— después de la suscripción del proyecto y antes de celebrar la JG. En segundo lugar, en relación al deber de pasividad que establece la ley. Veremos la diligencia exigible al consejero independiente en estos diferentes momentos.

Sin detenernos demasiado, podría decirse que en el momento más inicial del procedimiento se requiere el control del consejero independiente sobre la adecuación de la fusión proyectada en cuanto operación estratégica concreta a las políticas económicas fundamentales de la gestión de la sociedad aprobadas por el CdA, como son las de inversiones, financiación y dividendos. La complicada relación de unas con otras y la búsqueda compleja de su adecuado equilibrio en relación al control sobre la eficiencia e integridad de la gestión que compete al consejero independiente requiere un detenimiento específico que excede el objeto del presente trabajo.

Respecto del proyecto de común de fusión, el consejero independiente ha de ejercer su control de objetividad, plenitud y claridad sobre todas las menciones contenidas en él, además de instar la inclusión de las menciones complementarias —del mismo modo objetivas, plenas y claras— que faciliten una mejor información a los inversores⁽¹⁴⁾; lógicamente al margen de su deber de instar la modificación de las condiciones materiales del proyecto que pudieran dañar el interés de aquéllos. En caso de que la redacción final del proyecto desatienda sus indicaciones, su deber de diligencia implica oponerse a su aprobación por el CdA e incluso votar en su contra, no suscribiendo el mismo con indicación de la causa en caso de que finalmente saliera adelante —art. 30.1 LME—, e incluso llegando a impugnar el acuerdo del Consejo

(14) Apunta LARGO GIL, R., «La fase previa y el proyecto de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., tomo I, p. 445, que «el contenido mínimo legal del proyecto de fusión es el contenido necesario para que el mismo cumpla su función, esencialmente informadora y no únicamente el rubricado fijado en el art. 31 de la LME. Esto es: contenido mínimo “legal” del proyecto de fusión es tanto como el contenido funcionalmente mínimo. A modo de una cláusula general, tácita en nuestro caso, que así lo exigiese, conforme con la *ratio legis*. Es el criterio para determinar si el proyecto de fusión está incompleto, inhábil, pues, para fundamentar unos acuerdos de fusión válidos», añadiendo que tanto el registrador mercantil como el juez deberían «valorar si el proyecto de fusión está completo desde un punto de vista funcional», de manera que «puede no ser suficiente el mero cumplimiento formal de la exigencia legal»; al respecto, remite la autora a su obra *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 275-278; donde además diferencia entre contenido funcionalmente necesario, pp. 278-409, y contenido facultativo y contingente, pp. 409-425, diferenciación que ya hacía en *La fusión...*, op. cit., 1992, pp. 282 y ss., y 427 y ss., respectivamente; y en términos más escuetos y actualizados, LARGO GIL, «La fase previa...», op. cit., 2009, sobre el contenido exigido legalmente, pp. 447-467, y sobre el contenido no previsto en la ley pero necesario funcionalmente, pp. 467-468. En contra de este planteamiento de LARGO GIL, del contenido mínimo funcional más allá del legal, EMBID IRUJO, J. M., «Artículo 235. Contenido del proyecto de fusión», en ARROYO, EMBID y GÓRRIZ (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, p. 2254. En cualquier caso, tanto si es una exigencia como si se trata de información complementaria facultativa, el independiente debe promover que el contenido del proyecto de fusión responda a la función informativa que persigue.

—art. 251 de la LSC, antiguo art. 143 de la LSA— si su discrepancia estuviera fundada en una causa invalidante del proyecto⁽¹⁵⁾.

Por su parte, el carácter de complemento informativo detallado del informe justificativo de los administradores acerca de los aspectos jurídicos y económicos de la operación proyectada introduce un instrumento de comunicación de la administración con el accionariado que, bien utilizado por los consejeros independientes, puede en fin constituirse como uno de los mecanismos más efectivos para realizar el control de una posible intervención sesgada de los consejeros con poder —ejecutivos y dominicales— en la pretendida fusión, como quiera que la valoración de los independientes podría encontrar una publicidad más directa para los inversores con vistas a la definitiva adopción en la JG de la operación propuesta. Así, se trata de un informe explicando la oportunidad de la operación, los motivos y los objetivos que se pretenden alcanzar con ella⁽¹⁶⁾. Lógicamente se aprecia cómo se faculta a los administradores para que, no obstante el detalle con que ha de ser redactado, y siempre dentro de la ineludible veracidad del contenido, introduzcan valoraciones subjetivas en un intento de que la operación que pretenden prospere, en cuanto que el informe trata de «justificar» el proyecto elaborado por quienes lo redactan⁽¹⁷⁾. De este modo, es deber del consejero

(15) Vid. nuevamente LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 399-400. Destaca la autora que en la realidad práctica es sumamente extraño que un administrador manifieste su oposición y deje de firmar el proyecto, pues «de hecho, sólo se llega al momento de la firma del proyecto de fusión cuando está garantizada la unanimidad del acuerdo o la decisión al respecto entre los respectivos administradores de las sociedades fusionantes». El tradicional recelo a presentar un proyecto de fusión sin el acuerdo unánime del CdA puede ser sin duda relevante para la estrategia de presión del consejero independiente.

(16) SEQUEIRA MARTÍN, A., *Fusión (artículos 233 a 251)*, Madrid, Edersa, 1993, p. 166. El carácter explicativo de este informe respecto del proyecto exige que no se limite a repetir el contenido de éste, RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Escisión...*, op. cit., p. 154. En igual sentido EMBID IRUJO, J. M., «Artículo 237. Informe de los administradores sobre el proyecto de fusión», en ARROYO, EMBID y GÓRRIZ (coords.), op. cit., p. 2273-2274, que añade que «cuando el legislador pide un informe detallado ha de entenderse que se trata de un conjunto documental completo, minucioso y suficientemente claro, a la vez, que permita al destinatario del informe el entendimiento pleno del por qué de la fusión y de su concreta configuración jurídica y económica». Véase también a SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., tomo I, p. 595. Y a CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., y PÉREZ TROYA, A., *Fusión de sociedades (Artículos 232 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2008, p. 209-212.

(17) SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., p. 167; EMBID IRUJO, «Artículo 237...», op. cit., 2009, p. 2271, «resulta difícil imaginar que alguno o varios de los informes elaborados por los administradores de las sociedades participantes en la fusión efectúen un juicio negativo de la misma, lo que no impide, sin embargo, que en dichos informes, además de exponerse las ventajas del proceso, puedan señalarse algunos inconvenientes o críticas»; CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, op. cit., p. 202, dicen que el sentido del informe sólo puede «ser positivo, dado que un informe negativo equivaldría al reconocimiento de su falta de fundamento, y, por consiguiente, la adopción del acuerdo habría de presumirse, en principio, nula», «sin perjuicio de que pueda señalar posibles inconvenientes o dificultades de la fusión»; MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, 2010, 144, para quien «dicho informe tendrá un carácter de exaltación de las bondades de la fusión, sin llegar a omitir, en ningún caso, las consecuencias menos benévolas para los socios.

independiente procurar primero la veracidad del informe, y en segundo lugar su imparcialidad y claridad. Ello implica, respectivamente, instar la corrección de las afirmaciones inciertas y omisiones, sean por causa de error o intencionadas; idealmente, promover la inclusión de los pros y los contras de la operación para los accionistas, teniendo en cuenta en su caso las diferentes clases de accionistas presentes en la sociedad; e impulsar la comprensibilidad del texto ofrecido y su verdadero carácter explicativo. Todo en los diferentes momentos procedimentales de su adopción, al ser aquél el resultado de un acuerdo del CdA en cuya deliberación, votación y aprobación han participado todos sus miembros⁽¹⁸⁾. Su postura respecto a él será normalmente coincidente con la adoptada con ocasión de la redacción y aprobación del proyecto, anterior cronológicamente. De esta manera, en caso de haberse opuesto al proyecto y no haberlo firmado, entendemos que se deberá explicar y justificar detalladamente en el informe la causa simplemente «indicada» «al final del proyecto» —art. 30 LME—. Ahora bien, en caso de no existir oposición al proyecto —y la consecuente ausencia de firma e indicación de causa—, el informe deberá exponer las eventuales discrepancias generadas en la redacción del mismo; es decir, en la medida en que el consejero independiente se haya opuesto a la redacción final del informe por apreciar en ella falsedad, parcialidad, insuficiencia u oscuridad, entendemos que su finalidad informativa en relación a un asunto de tanta importancia como una modificación estructural justifica la explicación de la causa de tal disidencia⁽¹⁹⁾. En definitiva, el contenido de este informe viene delimitado por la finalidad que persigue, lograr una información adecuada para que el accionista pueda adoptar su decisión racionalmente; y para ello se deben conjugar los intereses de los accionistas con los de la sociedad, incluyendo siempre la información imprescindible para comprender el proyecto y evitando la difusión de información confidencial no necesaria para ello⁽²⁰⁾, sin perjuicio de la comunicación al organismo regulador cuando se trate de información que pueda cons-

(18) CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, op. cit., pp. 203-204; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Informe de los administradores...», op. cit., p. 496.

(19) MARTÍ MOYA, *El procedimiento de fusión...*, op. cit., p. 145-146. Véase LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 433-434, para quien sin embargo no es necesario explicar la causa de la oposición al proyecto en el informe, pues ya se habrá indicado en el propio proyecto; y sin embargo sí se debe explicar la posible discrepancia de un consejero firmante respecto del tenor de la redacción del informe. El informe de los administradores explica el proyecto, de manera que el consejero independiente debería haberse opuesto a éste para explicar las causas en el informe. Lo que no está justificado es la aprobación y firma del proyecto para luego valorar negativamente aspectos materiales en el informe, sino sólo su veracidad, imparcialidad, carácter completo o claridad en la redacción, vid. infra nota 31.

(20) Véase el art. 197.3 de la LSC, antiguo art. 112.3 de la LSA. Vid. también LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 447 y 460-462, «la posición de los administradores es bastante delicada, puesto que deben mantenerse en un difícil punto de equilibrio»; SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., pp. 166-167; RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Escisión...*, op. cit., p. 157; y PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., p. 381, «debe reconocerse que no resulta del todo claro dónde reside el límite a partir del cual (la sociedad) viene obligada a suministrar datos que, aun pudiendo ser de interés para la competencia, resultan imprescindibles para justificar la fusión y el tipo de canje».

tituir un hecho relevante⁽²¹⁾. No sería extraño que la valoración de esos extremos por unas y otras clases de consejeros se inclinara al enfoque más propicio para la satisfacción de su particular visión del interés social, y el consejero independiente está llamado a introducir aquí compensaciones a las desviaciones del mismo globalmente considerado. Se trata de aportar algo de objetividad a un documento por definición subjetivo, a pesar de que para este fin ya existe un instrumento específico, como es el informe cualificado técnica y profesionalmente de los expertos independientes⁽²²⁾.

Por cierto que la ley exceptúa —entre otras cosas— de la necesidad de emitir el informe de los administradores en los casos de fusiones especiales, salvo que se trate de una fusión transfronteriza comunitaria; básicamente, en el caso de una absorción por una sociedad íntegramente participada por la absorbente, y en la absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente bajo ciertas condiciones⁽²³⁾. Todo en orden a simplificar el procedimiento⁽²⁴⁾. El carácter de dispensa u

(21) Art. 82.4 de la Ley del mercado de valores.

(22) LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, p. 471; GUASCH MARTORELL, *La escisión...*, op. cit., pp. 195-196; y RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Escisión...*, op. cit., p. 143. La exigencia del informe de expertos (independientes) no mitiga el deber de los (consejeros) independientes de introducir en el informe de los administradores, en la medida que sea posible y recomendable, la objetividad que satisfaga el interés informativo de los accionistas. Sobre las carencias del informe de expertos independientes, vid. PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., pp. 383-386.

(23) Arts. 49.1.2.º y 50.1 de la LME, respectivamente, además de otros «supuestos asimilados a la absorción de sociedades íntegramente participadas» a los que se refiere el art. 52; se trata por cierto de una modificación de los supuestos de fusiones simplificadas, pues antes de la Ley 3/2009 sólo se preveía el régimen simplificado para los casos de absorción de sociedad íntegramente participada por la absorbente, art. 250 LSA. En el caso de la absorción de una sociedad participada al noventa por ciento, para salvaguardar el interés de los accionistas minoritarios, la excepción es bajo la condición de que en el proyecto de fusión «se ofrezca por la sociedad absorbente a los socios de las sociedades absorbidas la adquisición de sus acciones o participaciones sociales, estimadas en su valor razonable, dentro de un plazo determinado que no podrá ser superior a un mes a contar desde la fecha de la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil».

(24) El considerando 10 de la *Directiva 2009/109/CE, de 16 de septiembre, 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*, apunta que «las fusiones entre sociedades matrices y sus filiales tienen efectos económicos reducidos sobre los accionistas y acreedores cuando la sociedad matriz es titular de al menos el 90% de las acciones y otros títulos de la filial que confieren el derecho a voto. (...) Por lo tanto, procede reducir en estos casos las obligaciones de presentación de informes establecidas por las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE». Asimismo, véase el considerando 2, citado por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Informe de los administradores...», op. cit., p. 500, apuntando que «se ha señalado que el Derecho de sociedades es un ámbito en el que se imponen a las sociedades numerosas obligaciones de información, algunas de las cuales parecen obsoletas o excesivas. Por consiguiente es oportuno revisar estas obligaciones y, en su caso, reducir las cargas administrativas que recaen en las sociedades en la Comunidad al mínimo necesario para proteger los intereses de terceros».

opcional de la ausencia del informe⁽²⁵⁾ implica la posibilidad de emitirlo cuando sea necesario explicar ciertos aspectos⁽²⁶⁾, y en este punto los consejeros independientes deben instar la transparencia a través de este medio en esos supuestos y sobre los aspectos que así lo inspiren.

En tercer lugar, prevé la ley el deber de los administradores de comunicar las modificaciones importantes acaecidas en el activo o el pasivo de «su» sociedad tanto a la JG propia como a los administradores de las restantes sociedades participantes para que éstos trasladen esa información a sus respectivas Juntas⁽²⁷⁾. El deber del consejero independiente de procurar la mayor transparencia posible de la fusión para con los accionistas de la sociedad a cuyo CdA pertenece exige de él participar en la intercomu-

(25) Sobre ese carácter opcional, véase el tenor literal de las normas, que dicen «podrá» o «no serán necesarios», como bien recalca SEQUEIRA MARTÍN, A., «Comentario al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: II. Fusión y fusiones transfronterizas intra-comunitarias», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 31, 2008, p. 46; y CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, op. cit., p. 499.

(26) En efecto, en ocasiones puede ser conveniente explicar ciertos aspectos de la operación, con mayor probabilidad en los casos de absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente, pues existen accionistas minoritarios. Piénsese en los casos de las fusiones simplificadas con adquisición apalancada, sobre las que parece necesario proveer una amplia información. Una simple lectura de los requisitos añadidos del informe establecidos por el art. 35.1.2.º de la LME para estas fusiones en condiciones no simplificadas sugiere la conveniencia de informar, en los casos de fusiones simplificadas con adquisición apalancada, sobre «las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir». Así lo considera RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., pp. 754-755, quien cita la opción italiana del art. 2501 bis del Código Civil de no dispensar la emisión del informe de los administradores en los casos de fusión simplificada con adquisición apalancada. Sobre la supresión matizadamente justificada de la necesidad de informes en el caso de absorción de sociedad íntegramente participada, vid. PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., pp. 294-297; señalando por entonces —antes del aumento de supuestos de fusiones simplificadas— como «especialmente positiva la necesidad de elaborar informes» en el caso de absorción de sociedad participada al menos al noventa por ciento, particularmente para los accionistas minoritarios de la sociedad absorbida, aunque no tanto para los de la absorbente, pp. 302-303. También antes de la modificación, apuntaba LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 1992, p. 445, y posteriormente en *La fusión...*, op. cit., 2000, p. 427, que en el caso de absorción de sociedad íntegramente participada no estaba justificada la posibilidad de prescindir de los informes, pues constituyen junto con el proyecto «los elementos clave del mecanismo de tuición que con carácter preventivo opera en una fusión de sociedades en interés de los socios —en particular, los socios minoritarios— y de los demás afectados por una operación tan radical como es una fusión». Véase sin embargo a JUSTE MENCÍA, «Fusiones especiales», op. cit., valorando positivamente tal dispensa en el caso de absorción de sociedad íntegramente participada, p. 776; y comprendiendo esa falta de información —con especial referencia al informe de expertos— en el supuesto de absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente al ser necesario como requisito preestablecido que la sociedad ofrezca a los socios de la absorbida la adquisición de sus acciones o participaciones sociales estimadas en su valor razonable, pues si bien la norma «favorece los intereses de los mayoritarios», previsiblemente la oferta de salida puede ser beneficiosa también para los minoritarios —que evitan la dilución de su participación, riesgo presente incluso «aunque el canje esté calculado correctamente»—, pp. 794-796, destacadamente nota 45.

(27) Art. 39.3 de la LME.

nicación permanente —por otra parte imprescindible— que debe existir entre los órganos de administración de las sociedades que se fusionan. Sólo así podrá prevenir o verificar el adecuado cumplimiento de este deber que ahora tratamos; y ello desde una doble perspectiva. De una parte, en cuanto a la efectiva comunicación a los accionistas «propios» de la información relativa a las modificaciones importantes en el patrimonio social, o en el de cualquiera de las sociedades participantes que llegue a conocimiento del CdA. De otra, en lo referido a la efectiva comunicación a los órganos de administración de las demás sociedades de las modificaciones patrimoniales importantes de la sociedad. En ambos casos, evitando el silencio en primer término, y la irrealidad de la información después⁽²⁸⁾. La ley declara que las modificaciones patrimoniales que hacen nacer este deber son aquellas consideradas «importantes», entendiéndose por tales las que modifiquen las bases que fueron tenidas en cuenta para la valoración de la sociedad y, por ello, del tipo de canje⁽²⁹⁾. De esta manera, el consejero independiente debe valorar ese carácter significativo de una modificación patrimonial sobrevenida para evitar su desatención por parte del CdA, especialmente en los casos en que existan consejeros interesados directa o indirectamente en la fusión y dicha modificación patrimonial sea en su beneficio.

Por último, la ley introduce un deber de pasividad que debe ser respetado por todos los miembros del órgano de administración tras la suscripción del proyecto común de fusión, quienes deben abstenerse «de realizar cualquier clase de acto o de concluir cualquier contrato que pudiera comprometer la aprobación del proyecto o modificar sustancialmente la relación de canje de las acciones»⁽³⁰⁾. Así, el consejero independiente ha de respetar esta exigencia legal, además de controlar el cumplimiento de la misma por el CdA y sus miembros, de nuevo con especial atención a la actitud de los consejeros interesados directa o indirectamente. Podría pensarse, por cierto, que este deber de pasividad es de hecho un obstáculo para la función del consejero independiente que estuviera en contra de la operación, impidiendo su intervención orientada a condicionar la aprobación del proyecto. Mas ha de entenderse que la Ley ampara conductas activas que, además de no vulnerar la pasividad exigida, forman parte de la diligencia que es exigible a los miembros del CdA en general, y a los consejeros independientes en particular, como son los casos referidos del esclarecimiento de la

(28) Tanto en un caso como en otro, el consejero independiente pretende el beneficio de los accionistas de la sociedad donde ejerce su cargo. Está muy claro en aquellos supuestos en que dichos accionistas saldrían beneficiados de una revisión de la relación de canje motivada por la modificación patrimonial acaecida en cualquiera de las sociedades participantes. Más dudas podría despertar en la práctica el caso en el que la modificación patrimonial suponga un cambio en la relación de canje perjudicial para los accionistas a quienes se debe; si bien huelga decir que se trata de un deber legal ineludible en su condición de obligación de contenido específico —en tales circunstancias se debe informar en cualquier caso—, por lo que simplemente se trata de fomentar el cumplimiento de la legalidad.

(29) SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., p. 177.

(30) Art. 30.2 LME. Se consideran incluidos en este deber de pasividad los consejeros no firmantes del proyecto, EMBID IRUJO, J. M., «Artículo 234. Preparación de la fusión», en ARROYO, EMBID y GÓRRIZ (coords.), op. cit., p. 2250.

causa de su oposición al proyecto —falta de su firma— en el informe justificativo de los administradores; en ausencia de oposición al proyecto, las manifestaciones oportunas en referencia a la redacción veraz, imparcial y clara del propio informe⁽³¹⁾; la promoción de la transparencia hacia los accionistas respecto de modificaciones significativas en el patrimonio de cualquiera de las sociedades participantes; o la impugnación del acuerdo del Consejo que aprobó el proyecto en caso de que éste adoleciera de vicios de nulidad o anulabilidad.

III. EL COMITÉ ESPECIAL PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ESTADOS UNIDOS

Históricamente, la función del consejero independiente en Estados Unidos en relación con la adopción de decisiones en el seno del CdA se ha asociado al control de los conflictos de interés evidentes manifestados en miembros del Consejo, en especial en los casos en que el proponente de la decisión remite la adopción de aquella al pleno del órgano con una finalidad de legitimación de las virtudes de aquélla⁽³²⁾. Así, la práctica societaria, propiciada en buena medida por el consentimiento de la doctrina jurisprudencial, ha considerado al consejero independiente la instancia más adecuada de control de la integridad del *management*, requiriendo su aprobación en aquellas decisiones que puedan conllevar un conflicto de interés en los directivos, salvando así su condición de *self-dealing transactions*, y cambiando esa calificación por la de decisiones adoptadas en desarrollo de la actividad social. Este cambio en el tipo de decisión tiene destacada importancia, pues supone una modificación del estándar judicial de revisión, de manera que si la decisión fuera impugnada la revisión del Tribunal atenderá a la amplia discrecionalidad permitida por la *business judgment rule*, mientras que en la revisión de las *self-dealing transactions* se aplica el juicio más severo de *fairnes* o equidad⁽³³⁾.

(31) Difícilmente se entiende que el consejero pueda manifestarse en contra de la operación tras haber suscrito el proyecto favorablemente sin que ello suponga una vulneración del deber de abstenerse del art. 30.2 de la LME y por tanto un posible incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño del cargo con consecuencias en sede de responsabilidad, como apunta SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., p. 165; si bien señala el autor que nada impide la exposición en el informe de los pros y los contras de la operación proyectada a pesar de haber suscrito el proyecto favorablemente, p. 166.

(32) LIN, L., «The effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism. Theories and Evidence», en *Northwestern University Law Review*, núm. 90, 1996, p. 901. Así, «el consejero externo desempeña hoy no sólo una función de supervisión, sino que en muchos casos también una de legitimación», COX, J., y HAZEN, Th., *On Corporations*, 2.^a ed., Nueva York, Aspen Publishers, 2003, vol. 1, p. 400.

(33) Como es sabido, se trata de las «*safe harbor provisions*» previstas en casi todas las leyes estatales —vid. ahora sec. 8.62 de la *Model Business Corporation Act (MBCA)*; sec. 144 de la *Delaware General Corporation Law (DGCL)*; sec. 713 de la *New York Business Corporation Law (NYBCL)*; y sec. 310 del *California Corporations Code (Cal. Corp. Code)*—, y aplicadas incesantemente por las resoluciones judiciales. En efecto, los Tribunales confían en la equidad de la decisión siempre que los conseje-

Naturalmente, esta (en la práctica) importante función de los consejeros independientes ha tenido una incidencia muy destacada en la evolución de la doctrina jurisprudencial estadounidense respecto de los diferentes tipos de decisiones del CdA; y ello no sólo en relación a aquellas que presentan un conflicto de interés evidente en alguno de sus miembros, sino también en las decisiones que en principio carecen de ese estatus pero corren el riesgo de ser impugnadas en base a un conflicto de interés⁽³⁴⁾. Desde los años 80 del siglo pasado esta aprobación por consejeros independientes se generalizó a aquellas decisiones que pudieran generar un conflicto de interés en sentido lato en el seno del CdA, requiriéndose su intervención para salvar precisamente una sospecha en torno a la rectitud de decisiones que *stricto sensu* no constituyen supuestos de *self-dealing*, pero podrían conllevar efectos semejantes⁽³⁵⁾.

El contexto de las fusiones y adquisiciones no es una excepción; más bien todo lo contrario, al ser uno de los supuestos que ha desarrollado la norma en mayor medida. Así, en la *Deal Decade* se promovió la presencia en el CdA de consejeros independientes del *management* para descargar sobre ellos el estudio y aprobación o rechazo de fusiones u OPAs, o bien en su caso la adopción de medidas anti-OPA por el Consejo frente a ofertas hostiles, pues los Tribunales se mostraron receptivos a la admisión de las decisiones adoptadas por un CdA con mayoría de independientes, evitando así

ros que la aprueban no tengan interés en la misma y se les pueda considerar independientes, de manera que en el caso concreto el análisis recae sobre el desinterés primero, y sobre la independencia después, correspondiendo al demandante la carga de señalar los supuestos en que el consejero pierde su cualidad de independencia o bien la difícil prueba de la ausencia de *fairness* o equidad en la decisión, vid. principalmente el caso *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 Del. Supr. (1 de marzo de 1984); y otros posteriores significativos al respecto como *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 Del. Supr. (15 de marzo de 1988); *Levine v. Smith*, 591 A.2d 194 Del. Supr. (9 de abril de 1991); *Cede & Co. and Cinerama, Inc. v. Technicolor*, 634 A.2d 345 Del. Supr. (22 de octubre de 1993); *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927 Del. Supr. (22 de diciembre de 1993); y *Beam v. Steward*, 845 A.2d 1040 Del. Supr., No. 501 (31 de marzo de 2004). Véanse asimismo las dudas manifestadas en su día por CLARK, R., *Corporate Law*, Aspen Publishers, 1986, pp. 183-184, acerca de la independencia real de los consejeros en los supuestos de adopción de decisiones de *self-dealing*.

(34) En efecto, uno de los requisitos para acogerse bajo la *business judgment rule* es que la decisión sea adoptada por consejeros desinteresados en la materia, por lo que la estrategia más sencilla para el demandante es alegar conflicto de interés en la adopción de la decisión.

(35) Son los supuestos de conflicto de interés que CLARK, *Corporate Law*, op. cit., pp. 146-147, llamaba «*mixed motives*», y que en esencia están presentes en aquellas decisiones que pudieran implicar un provecho indirecto o colateral al consejero, como las referidas a cambios de control de la sociedad o a la distribución de dividendos. «Cuando una mayoría de consejeros independientes aprueba una decisión, con menor probabilidad los Tribunales aprecian que el Consejo no actuó de buena fe y sobre una investigación razonable», *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, Thomson-West, edición permanente, actualización 2008, Sec. 1035.20. Por su parte, BRANSON, D. M., *Corporate Governance*, Charlottesville (Virginia), Michie Company, 1993, p. 357, dejó claro que la ley establecía como materia preventiva una mayor protección de la *business judgment rule* «si el consejo de administración tiene una clara mayoría independiente, y mejor aún, reúne a los consejeros independientes en una sesión separada».

intervenir ellos mismos y convertirse en reguladores económicos⁽³⁶⁾. Es ésta una práctica que se mantiene en la actualidad⁽³⁷⁾. Normalmente, como puede apreciarse en los casos citados, se crea un comité *ad hoc* —«*Special Committee*»— compuesto de consejeros independientes para el estudio de la fusión u oferta, que manifestará su opinión al respecto. En este sentido, es necesario dejar claro que la eficacia de la opinión del Comité Especial es relativa. En términos generales, no son delegables las decisiones sobre materias que el CdA deba remitir a la aprobación de la JG⁽³⁸⁾, siendo la fusión una de estas materias: el CdA remite en propuesta el plan de fusión aprobado en su seno para que la JG adopte la decisión definitiva⁽³⁹⁾. La excepción se da en los supuestos de las *short-form mergers* —absorción de una sociedad o varias en las que la

⁽³⁶⁾ Vid. la antigua propuesta de LEECH, N., y MUNDHEIM, R., «The Outside Director of the Publicly Held Corporation», en *The Business Lawyer*, núm. 31, 1976, pp. 1820-1821, que defendieron la oportunidad de un comité de consejeros no ejecutivos en los casos en que la sociedad fuera objeto de una OPA, con la función principal de determinar la conveniencia de la adopción de medidas defensivas frente a la oferta, para lo cual el *management* expondría al comité sus razones al respecto, que éste analizaría con la posibilidad incluso de proveerse de asesoramiento interno —fundamentalmente a través del auditor de la sociedad— o externo; posteriormente, SIMPSON, S., «The Emerging Role of the Special Committee. Ensuring Business Judgement Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest», en *The Business Lawyer*, núm. 43, 1988, *passim*; GORDON, J., «The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices», en *Stanford Law Review*, núm. 59, 2007, p. 1523 y ss. El caso *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 Del. (17 de marzo de 1964) podría considerarse como un antecedente a este papel de los independientes en el contexto de la adopción de medidas defensivas anti-OPA, si bien se refiere todavía sólo a «consejeros desinteresados», exigiéndose adicionalmente la cualidad de independencia más adelante, básicamente a partir de los años 80. Como señaló el caso *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701, Del. Supr. (1 de febrero de 1983), «aunque la perfección no es posible, o esperada, el resultado podría haber sido completamente diferente si UOP hubiera creado un comité de negociación independiente de sus consejeros externos para llegar a un acuerdo con Signal en condiciones de plena competencia» e independencia de las partes. Y más elocuente todavía, en *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, Del. Supr. (9 de mayo de 1985), el Tribunal destacó que esa estructura independiente, «aunque no conclusiva, es una fuerte evidencia de la equidad del tipo de canje de la fusión». Véanse, además, como casos más destacados al respecto en la década de los 80, *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946, Del. Supr. (10 de junio de 1985); *Moran v. Household International*, 500 A.2d 1346, Del. Supr. (19 de noviembre de 1985); y *Paramount Communications v. Time*, 571 A.2d 1140, Del. Supr. (24 de julio de 1989).

⁽³⁷⁾ Así, después de la década de los 80, los Tribunales han seguido manteniendo la misma postura, con un análisis centrado primero en la independencia de fondo de los consejeros que participan en la adopción de la decisión, y segundo en el procedimiento empleado para alcanzarla —básicamente la información adquirida—; véanse al respecto, entre otros, los casos *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994); *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997); *Krasner v. Moffett*, 826 A.2d 277, Del. Supr. (18 de junio de 2003); *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005); *In re Freeport-McMoran Sulphur, Inc. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 16729 (30 de junio de 2005); *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006); *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, Del. Ch. (25 de mayo de 2010).

⁽³⁸⁾ *MBCA*, sec. 8.25(e)(2); *DGCL*, sec. 141(c)(2); *NYBCL*, sec. 712(a)(1); *Cal. Corp. Code*, sec. 311(a).

⁽³⁹⁾ *MBCA*, sec. 11.04(a) y (b); *DGCL*, sec. 251(b) y (c); *NYBCL*, sec. 903; *Cal. Corp. Code*, sec. 1103, en relación con las sec. 1200(a) y 1201.

absorbente participa de forma muy relevante en su capital, típicamente con al menos el 90 por 100—, pues en estos casos no se requiere la aprobación por la JG de ninguna de las sociedades involucradas, permaneciendo la decisión final en el CdA⁽⁴⁰⁾. En cualquier caso, la competencia del Comité se limita a remitir su opinión al Consejo para que éste actúe como crea conveniente⁽⁴¹⁾. De esta manera, está en manos del CdA otorgar mayor o menor valor a esa recomendación del Comité Especial, y decidir si aceptarla en todo o en parte para reenviarla a la JG —en el caso habitual— o adoptarla como propia en su decisión definitiva —en los casos excepcionales—⁽⁴²⁾. No obstante, la importancia del concurso del Comité depende en buena medida del tipo de operación de que se trate, alcanzando su opinión más relevancia en unas operaciones que en otras, como veremos a continuación.

Comenzaremos por las operaciones donde este Comité Especial ha alcanzado un mayor grado de desarrollo. En efecto, la utilización del Comité Especial de consejeros independientes ha alcanzado progresivamente una importancia decisiva para los Tribunales en los supuestos en que la operación se produce con un accionista de control que pretende la adquisición del paquete accionario restante (*going private transactions*) —situaciones normalmente acompañadas por conflictos de interés en uno o varios consejeros—, siendo hoy en día casi necesaria para la aptitud de una decisión (litigiosa) revisada por aquéllos. En estos casos los Tribunales del Estado de Delaware han considerado tradicionalmente que no se aplica la *business judgment rule*, sino el estándar de *fairness*, pero se revierte la carga de la prueba sobre el demandante⁽⁴³⁾.

(40) Vid. la sec. 11.05 de la *MBCA*; sec. 253 de la *DGCL*; sec. 905 de la *NYBCL*; y sec. 1110 del *Cal. Corp. Code*.

(41) Se aprecia la destacada intervención del *board* en la decisión, pues de hecho puede rechazar la transacción antes de remitirla a la JG en los casos en que ésta deba autorizarla, vid. *BAINBRIDGE, S., Corporation Law and Economics*, Nueva York, Foundation Press, 2002, pp. 649-650, defendiendo su postura a favor de la *director primacy*.

(42) Como veremos, y en relación con los poderes de negociación otorgados al Comité Especial, cuanto mayor sea la eficacia concedida a la decisión del Comité menos incisiva será la revisión por el Tribunal, vid. infra nota 53. Así, en *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), «el acuerdo del Consejo de crear el Comité Especial estableció específicamente que el Consejo de Cox no autorizaría o recomendaría ninguna transacción con la Familia a menos que la transacción fuera recomendada al pleno del Consejo por el Comité Especial». En sentido contrario, en *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), el Comité expuso al CdA la conveniencia en términos económicos del precio ofrecido y anunció su decisión de recomendar su aceptación a los accionistas, pero el pleno del Consejo decidió no trasladar dicha recomendación.

(43) En condiciones normales, la carga de la prueba de lo alegado recae sobre la parte demandante. Pero las decisiones en conflicto de interés se presume que no fueron adoptadas en interés de la sociedad, por lo que se invierte la carga de la prueba sobre el CdA demandado. En las *going private transactions* propuestas por accionistas de control, la intervención de un Comité formado por consejeros independientes en principio no determina la aplicación de la *business judgment rule* —al contrario de lo que sucede generalmente con las *self-dealing transactions*—, pero la carga de la prueba de ausencia de *fairness* recae sobre el demandante, pues se presume que fueron adoptadas en interés de la sociedad. Sobre este cambio de la carga de la prueba véanse los casos *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701, Del. Supr. (1 de febrero de 1983); *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, Del. Supr. (9 de mayo de 1985); *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994); *Emerald Partners v. Berlin*, 726 A.2d 1215, Del. Supr. (16 de marzo de 1999).

Ahora bien, la evolución de la jurisprudencia reciente del estado de Delaware en los supuestos de *going private transactions* propuestas por accionistas de control ha llevado la revisión de estas decisiones un paso más allá: en los casos en que, además de la participación del Comité Especial formado por consejeros independientes, la decisión sea aprobada por la mayoría de los accionistas minoritarios, se someterá al estándar de revisión de la *business judgment rule*⁽⁴⁴⁾. De esta forma, la revisión de las *going private transactions* propuestas por accionistas de control se escalona de la siguiente manera, en atención a la presencia o ausencia de estas dos condiciones —participación del Comité Especial y aprobación por los accionistas minoritarios—: si no se presenta ninguna de ellas, recae sobre el accionista de control o el CdA demandados la prueba de la equidad o *fairness* de la transacción; si sólo se presenta una condición, se mantiene el estándar de revisión —*fairness*— pero la carga de la prueba recae sobre el demandante; y si concurren las dos condiciones, se aplica el estándar de la *business judgment rule*⁽⁴⁵⁾.

(44) Así, ya el caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), el *Court of Chancery* planteó la posible aplicación de la *business judgment rule* en las absorciones por un accionista de control cuando mediara la intervención de un Comité Especial de consejeros independientes. La duda la resolvió años más tarde el Tribunal Supremo de Delaware en el caso *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994), señalando que, con independencia de los procedimientos de protección que se empleen, una fusión con un accionista de control estará sujeta siempre al estándar de *fairness*, aunque se invierta la carga de la prueba si concurre la aprobación por un Comité de consejeros independientes o bien por la mayoría de los accionistas minoritarios; en igual sentido, *Emerald Partners v. Berlin*, 726 A.2d 1215, Del. Supr. (16 de marzo de 1999). Con el caso *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litig.*, 808 A.2d 421, Del. Ch. (2002), se aceptó la aplicación de la *business judgment rule* a las mencionadas adquisiciones siempre que fueran aprobadas por la mayoría de los accionistas minoritarios con unas condiciones concretas, básicamente garantizando la autonomía e información en la adopción de la decisión. Tres años más tarde, en el caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), el *Court of Chancery* volvía a plantear la posible aplicación de la *business judgment rule*, esta vez añadiendo a la participación del Comité Especial la aprobación por la mayoría de los accionistas minoritarios; es decir, si concurrían conjuntamente las dos condiciones que según *Kahn v. Lynch* invertían la carga de la prueba de *fairness* cuando se presentaban aisladamente. Esta doctrina que requiere ambas condiciones para aplicar la *business judgment rule* ha sido recientemente confirmada por el Tribunal Supremo de este estado en el caso *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, Del. Ch. (25 de mayo de 2010). En esta doctrina ha influido destacadamente la opinión de SUBRAMANIAN, G., «Fixing Freezeouts», en *Yale Law Journal*, núm. 115, 2004, que en las pp. 48 y ss., especialmente pp. 60-61, propuso esta reforma, y que además participó como asesor en el citado caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*. Véase también el análisis exhaustivo de STEVELMAN, F., «Going Private at the Intersection of the Market and the Law», en *The Business Lawyer*, núm. 62, 2007, *passim*.

(45) NATHAN, Ch. M., «Practical Implications of CNX Gas on Controlling Shareholder Acquisitions», en *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 13 de julio de 2010, disponible en <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/>> (con acceso el 23-10-2010). Expone el autor la relevancia práctica de las distintas opciones de revisión de la decisión, sobre todo atendiendo a la diferente predisposición y tendencia del Tribunal, las cargas procesales que recaen sobre cada parte, y los consecuentes costes económicos, todo en relación con los incentivos para litigar. La ventaja de la aplicación de la *business judgment rule* consiste en que el Tribunal desestimarà la demanda a menos que los demandantes aleguen hechos particulares que evidencien la ausencia de independencia

A pesar de que el funcionamiento del Comité Especial a lo largo de las diferentes fases de la operación no sigue un modelo establecido sino que depende del caso concreto⁽⁴⁶⁾, la doctrina jurisprudencial ha instaurado unas pautas que sirven como estándares al respecto, pues fuera de ellas los Tribunales descartan la validez del Comité como instancia independiente de control de la decisión, y por tanto no concurre el requisito bien para aplicar la *business judgment rule*, bien para invertir la carga de la prueba de la equidad o *fairness* de la decisión, que permanecería en el CdA⁽⁴⁷⁾. Básicamente, el procedimiento a seguir debe mostrar que el Comité funciona de manera que la parte interesada no influye en los términos de la transacción y que el Comité es capaz de ejercer un poder real de negociación autónoma, simulando la negociación con una parte no interesada, como medio para proteger los intereses del accionariado minoritario⁽⁴⁸⁾. Así, y atendiendo a esas pautas, en los primeros pasos de la operación el CdA crea el Comité Especial formado en su totalidad por consejeros independientes⁽⁴⁹⁾, preferible-

del Comité Especial, el incumplimiento de sus deberes o la ineficacia en el desempeño de su función, o bien que la aprobación por los accionistas minoritarios fue contaminada por desinformación o cualquier tipo de coacción, *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005). En el caso de que deba aplicarse el estándar de *fairness*, el Tribunal normalmente admitirá la demanda, y se deberá demostrar los méritos de la transacción, tanto en términos de *fair dealing* —procedimiento empleado para alcanzar la decisión— como de *fair price* —precio final obtenido en relación con todos los factores económicos y financieros relevantes tenidos en cuenta en la valoración—, *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983); *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997); y CHAPMAN, J. A., y JAMES, B. W., «The use of Special Committees in Merger and Acquisitions», en *Texas Journal of Business Law*, núm. 42:3, 2008, pp. 321-324.

⁽⁴⁶⁾ «No hay un único modelo que el consejo deba seguir para cumplir con sus deberes», según *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, Del. Supr. (18 de diciembre de 1989); y *Lyondell Chemical v. Ryan*, 970 A.2d 235, Del. Supr. (25 de marzo de 2009).

⁽⁴⁷⁾ El caso *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), expuso varias de estas pautas.

⁽⁴⁸⁾ Véase *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997).

⁽⁴⁹⁾ Destacadamente, véase el caso *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), que apuntó que «la independencia es el *sine qua non* del proceso de negociación completo». A modo de ejemplo, en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), el Tribunal negó la independencia de los tres miembros del Comité por sus vínculos pasados en diferente medida con la parte interesada, rechazando la inversión de la carga de la prueba de *fairness*. Como apuntamos al inicio de este artículo, no trataremos la cuestión de la independencia de los miembros del Comité; baste ahora decir que, según el caso *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 Del. Supr. (1 de marzo de 1984), «la independencia significa que la decisión del consejero está basada en las ventajas corporativas de la materia a que se enfrenta el Consejo antes que en otro tipo de consideraciones o influencias externas»; atendiendo a lo dispuesto en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), «es una cuestión de hecho que gira no sólo en torno a la formalidad sino también en torno a la realidad de los intereses e incentivos que afectan a los consejeros independientes»; y según *Krasner v. Moffett*, 826 A.2d 277, Del. Supr. (18 de junio de 2003), «implica un intensivo examen del supuesto que varía de un caso a otro»; para un análisis reciente del concepto de independencia en Delaware, véase el caso *Robotti & Co. LLC v. Liddell*, No. 3128-VCN, Del. Ch. (14 de enero de 2010), que apunta que «determinar si un consejero es o no independiente implica un análisis contextual».

mente compuesto por dos o más miembros⁽⁵⁰⁾; lo ideal es que en la decisión relativa a la creación del Comité no participen los eventuales consejeros interesados en la transacción, para evitar la existencia de vínculos que *a posteriori* se estimen determinantes de la falta de independencia de sus miembros⁽⁵¹⁾. En la decisión sobre su formación el CdA debe otorgarle un cometido determinado, y expresar con claridad los poderes que se le conceden en relación a la operación⁽⁵²⁾. En este sentido, cuanto más poder se conceda en la negociación de la misma, mayor credibilidad tendrá su decisión para un Tribunal, pues se entiende adoptada con una mayor autonomía respecto de la parte interesada⁽⁵³⁾. Por ello se suelen atribuir al Comité amplios poderes de negociación, de manera que ejercidos activamente se pueda lograr un acuerdo justo para la sociedad, y en particular en estos casos para los accionistas minoritarios⁽⁵⁴⁾. Dentro de las facultades

(50) En relación a la composición cuantitativa del Comité, señaló el *Court of Chancery* en *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), que «el Tribunal necesariamente confía más en un comité con varios miembros que si un único miembro trabaja libre de la supervisión de al menos un colega», pues éste estará bajo sospecha y sus acciones se revisarán con mayor ahínco. Además, es preferible que esté compuesto por más de dos miembros para evitar otorgar poder de veto a uno solo de ellos, CHAPMAN y JAMES, op. cit., p. 330.

(51) Vid. *Mills Acquisition v. Macmillan*, 559 A.2d 1261, Del. Supr. (2 de noviembre de 1988), donde los miembros del Comité fueron personal e individualmente seleccionados («hand-picked») por el CEO, interesado financieramente en la operación; al igual que en *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation*, C.A. No. 9991, Del. Ch. (8 de agosto de 1988). Por el contrario, en *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*, 1989 WL 7036, Del. Ch. (31 de enero de 1989), el Tribunal vio acertado que se apartara al CEO interesado de la selección de los miembros del Comité.

(52) La ausencia de un mandato claro determinó la ineficacia absoluta del Comité Especial en el caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), como veremos a continuación, infra notas 54 y 56.

(53) En *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994), el Tribunal consideró imprescindible que el Comité Especial tuviera un poder real de negociación para poder ejercitar con el accionista mayoritario bajo el principio de autonomía en la negociación y plena competencia del mercado, en orden a simular apropiadamente una negociación con un tercero; entendió además que el deber de los miembros del Comité Especial es «aprobar sólo la transacción que sea en beneficio de los accionistas minoritarios, decir no a cualquier transacción que no sea justa para esos accionistas y no sea la mejor transacción disponible». Por su parte, el caso *Gesoff v. IIC Industries* señaló que el Comité debería tener un mandato claro, «fijando sus poderes y responsabilidades en la negociación de la transacción interesada. Evidentemente, este mandato debería incluir el poder de evaluar completamente la transacción concreta, e, idealmente, incluir lo que este Tribunal ha llamado el «poder esencial» de decir «no» a la transacción». Vid. también *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, Del. Ch. (25 de mayo de 2010), señalando que se debería conceder al Comité «una autoridad comparable a la que un Consejo poseería en una transacción con una tercera parte». Por su parte, en *Mills Acquisition v. Macmillan*, 559 A.2d 1261, Del. Supr. (2 de noviembre de 1988), se evidencia cómo el Comité no recibió ninguna autoridad para negociar en relación a la reestructuración propuesta por el *management*, pues el CEO lo designó «para “negociar” ese asunto con el Consejo» (sic), razón por la cual —entre otras cosas— se descartó su independencia de criterio. Sobre el alcance y eficacia del poder de negociación del Comité, vid. *supra* notas 38-42.

(54) El caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), evidenció que una negociación pasiva por el Comité Especial induce al Tribunal a considerar su ineficacia como instancia de control, y determina el incumplimiento del requisito necesari-

des del Comité se debería incluir la autoridad para contratar los servicios de asesoría externa e independiente adecuados para la mejor comprensión de la operación por sus miembros, dado que no se espera de ellos que sean expertos al respecto y puedan realizar con solvencia un análisis completo de la fusión o adquisición⁽⁵⁵⁾. Lógicamente, el Comité debe analizar las posibles alternativas a la operación, pues una actitud pasiva de confianza ciega en la opinión de los asesores contratados es inaceptable⁽⁵⁶⁾.

En segundo lugar, es igualmente habitual la creación del Comité Especial en los casos en que se presente un conflicto de interés evidente e importante en los miembros del CdA, si bien se trata simplemente del perfeccionamiento de una «*safe harbor*» para validar un supuesto de *self-dealing*, herramienta habitual al ser prevista por la gran mayoría de las leyes estatales; su importancia radica en que normalmente se aplica la *business judgment rule* en lugar del estándar de *fairness*, como ya hemos apuntado⁽⁵⁷⁾. Ante el conflicto de algunos consejeros —que puede presentarse de

rio para invertir la carga de la prueba de *fairness*, o en su caso la aplicación de la *business judgment rule*. En términos generales, la diligencia de los miembros del Comité se evalúa de manera similar a la de los miembros del CdA en otras materias: en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), de los tres miembros del Comité sólo uno asistió a todas las reuniones, mientras que los otros dos se ausentaron en varias ocasiones por estar ocupados de sus propios negocios; entre otras cosas —como por ejemplo que el miembro más activo era quien más sospechas generaba sobre su independencia—, esto fue determinante para que el Tribunal declarara la invalidez de la actividad del Comité.

⁽⁵⁵⁾ Según el caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), «decisivo para la efectividad del proceso del comité especial ha sido la selección de expertos asesores financieros y legales, que pueden ayudar al comité especial a superar su carencia de pericia en la gestión». Por su parte, en *Gesoff v. IIC Industries* el Tribunal señaló que «los miembros del comité especial deberían tener acceso a asesores reconocidos e independientes, incluyendo asesores legales y financieros», citando casos en los que la ausencia de tal apoyo supuso consecuencias adversas. En opinión de ALLEN, W., «Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact of Fantasy?», en *The Business Lawyer*, núm 45, 1990, pp. 2061-2063, los abogados y los bancos de inversión son en muchos casos la clave para la efectividad del Comité Especial. Por cierto que dentro de la condición de independencia necesaria para los asesores externos se encuentra la conveniencia de que las partes interesadas no participen en la selección de los mismos, *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation*, C.A. No. 9991, Del. Ch. (8 de agosto de 1988).

⁽⁵⁶⁾ Como mínimo el Comité debe considerar como alternativa la opción de rechazar la oferta, CHAPMAN y JAMES, op. cit., pp. 332-333. El Tribunal Supremo de Delaware declaró en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), que «la selección de asesores profesionales para el Comité Especial no aporta comodidad; genera preguntas». En el caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), el Tribunal reprobó la confianza total y pasiva del Comité en la información del asesor financiero; de hecho, esta confianza ciega se debía a que el Comité no había sido informado de su papel, y pensaba que su único deber era recibir una propuesta de precio justo por el asesor financiero. Vid. también la actitud positiva del Comité en *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, Del. Supr. (18 de diciembre de 1989), donde rechazó el precio propuesto aunque el banco de inversión que le asesoraba lo había calificado como alto, cerrándose finalmente la transacción en un precio mayor.

⁽⁵⁷⁾ Vid. *supra* nota 33. De hecho, las cláusulas de *safe harbor* promueven la aprobación de las operaciones en conflicto de interés por un Consejo con mayoría de consejeros independientes, o bien por un Comité formado por ellos.

forma variada⁽⁵⁸⁾—, se crea el Comité Especial para lidiar con la fusión, y la revisión sobre la validez de su funcionamiento atiende de forma similar a los elementos señalados en relación a las adquisiciones propuestas por accionistas de control⁽⁵⁹⁾.

Si bien como decimos el uso del Comité Especial de consejeros independientes para negociar una fusión o adquisición se ha convertido en una herramienta habitual en los casos en que existe una parte interesada en la transacción, y casi necesaria particularmente en los casos en que el proponente de la operación es un accionista de control que pretende adquirir la participación que no posee, lo cierto es que este Comité Especial se ha aplicado incluso en casos sin conflicto de interés relevante, que en términos generales se someterían sin problema a la *business judgment rule*⁽⁶⁰⁾. Es una

⁽⁵⁸⁾ Así, si la mayoría de los consejeros tienen un interés contrario al de la sociedad—destacadamente cuando están en ambos lados de la transacción, como en los casos de *management buyouts*—; o bien si un inversor o grupo de inversores con interés en la operación controla o domina el CdA; o si una mayoría de los consejeros reciben beneficios importantes, especiales o personales, derivados de la transacción; véase CHAPMAN y JAMES, op. cit., pp. 324 y ss.

⁽⁵⁹⁾ Por ejemplo, en el caso *Kohls v. Duthie*, 765 A.2d 1274, Del. Ch. (11 de diciembre de 2000), en un caso de *management buyout*, el Tribunal declaró la aplicación de la *business judgment rule* como consecuencia, por una parte, de los amplios poderes de negociación y aceptación o rechazo concedidos por el CdA al Comité Especial de independientes—sus facultades incluían el poder de «decir no» a la transacción, así como plenos poderes para contratar asesores legales y financieros, y acceso completo a la información de la sociedad y a su personal; además, «el consejo no recomendará o aprobará ninguna transacción no recomendada primero por el Comité Especial»—, y por otra de la amplia diligencia empleada por aquél para alcanzar su opinión—contratación de asesoría solvente, reuniones con alta regularidad, negociaciones intensas, etc.—. En *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL 3642727, Del. Ch. (21 de diciembre de 2005), al igual que en el caso citado anteriormente, el CdA estableció que no recomendaría a los accionistas ninguna transacción no recomendada a su vez por el Comité Especial de independientes; si bien el Tribunal entendió que no se atribuyó al Comité un mandato claro, y además sus miembros—al igual que el resto de consejeros—carecían de independencia para la adopción de la decisión por su destacada propiedad de acciones, así como por la alta retribución que recibieron por sus servicios en el propio Comité—un millón de dólares—. Véase también *In re Freeport-McMoran Sulphur, Inc. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 16729 (30 de junio de 2005), donde se crearon sendos Comités Especiales para una fusión de dos sociedades, dada la presencia destacada de consejerías cruzadas entre ellas y la posesión de acciones de ambas sociedades en diversa proporción por los consejeros cruzados—lo que cuestionaba la credibilidad del tipo de canje, beneficioso para éstos—; los accionistas demandantes de una de las sociedades demostraron la falta de independencia del Comité Especial y la consecuente no aplicación de la *business judgment rule*. Por su parte, en *McPadden v. Sidhu*, Del. Ch., No. 3310 (29 de agosto de 2008), la ausencia total de negociación, e incluso la falta de revisión de la propuesta, determinó la negligencia del Comité Especial creado para revisar una *management buyout*, de manera que su participación fue inoperante.

⁽⁶⁰⁾ En efecto, en términos generales, la decisión del consejo de administración de expandir el negocio de la sociedad a través de una fusión con una segunda sociedad se beneficia de la protección de la *business judgment rule*, *Paramount Communications v. Time*, 571 A.2d 1140, Del. Supr. (24 de julio de 1989). Y sin embargo, por ejemplo, en *Omnicare v. NCS Healthcare*, 818 A.2d 914, Del. Supr. (2003), el CdA creó un *Special Committee* de consejeros independientes incluso a pesar de que el proponente no era un accionista de control, y sin que hubiera consejeros interesados en la operación; el contexto era una sociedad con graves problemas financieros que afrontaba una posible fusión con un competidor o su adquisición por otro. Dicho Comité tenía autoridad para negociar las posibles transacciones con la sociedad, si bien el CdA mantenía intacta su competencia de aprobar la transacción para remitirla a los accionistas.

manera de implementar la diligencia en la decisión concreta, y consecuentemente los Tribunales han incentivado (siquiera indirectamente) su uso al entender que refuerza la presunción de razonabilidad inherente a este estándar de revisión, mostrándose más propensos a entender que concurren las condiciones de aplicación de la *business judgment rule*⁽⁶¹⁾. Al igual que sucede en los casos en que se presenta conflicto de interés en los consejeros, el análisis sobre las pautas de funcionamiento del Comité brevemente descritas en referencia a los casos en que el proponente es un accionista de control interesa ahora a los Tribunales para determinar esa optimización de la diligencia que facilita la aplicación de la *business judgment rule*⁽⁶²⁾.

Por supuesto, el trabajo que conlleva la pertenencia al Comité Especial es retribuido adecuadamente, siempre procurando no comprometer la independencia de sus miembros⁽⁶³⁾. Y, en relación con ello, con preferencia por la retribución fija o la retribución por reunión frente a la retribución por consecución de un objetivo.

(61) El propio caso *Omnicare v. NCS Healthcare*, citado en la nota anterior, apunta que la justificación respecto a la buena fe y la investigación razonable en la decisión sobre la operación se ve mejorada si ésta es adoptada por un CdA con mayoría de consejeros independientes o un Comité formado por ellos, desarrollando la doctrina sentada en casos como *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946, Del. Supr. (10 de junio de 1985); *Moran v. Household International*, 500 A.2d 1346, Del. Supr. (19 de noviembre de 1985); *Paramount Communications v. Time*, 571 A.2d 1140, Del. Supr. (24 de Julio de 1989); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, Del. Supr. (11 de enero de 1995); si bien estos casos se referían sólo a un CdA con mayoría de consejeros independientes, sin la formación de un Comité Especial de ellos. Véase además el caso *In re Lear Corp. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 2728-VCS (2 de septiembre de 2008), donde el CdA creó un *Special Committee* incluso a pesar de haber sólo un miembro del Consejo interesado en la adquisición por sus vínculos con la sociedad proponente —accionista que pretendía una *going-private transaction* siendo minoritario—, mientras que el 80 por 100 de los consejeros restantes cumplían los requisitos de independencia de la NYSE; de hecho, los demandantes no cuestionaron la independencia de los mismos, sino la buena fe del Consejo en su decisión sobre el precio final.

(62) No en vano, como hemos dejado apuntado, en la revisión de las *going private transactions* realizadas con un accionista de control los Tribunales controlan que éstas hayan sido realizadas simulando que la operación se realiza con un tercero, vid. supra notas 48 y 53. En *In re Lear Corp. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 2728-VCS (2 de septiembre de 2008), el Tribunal consideró que el Comité empleó una diligencia holgada, al contratar a reconocidas empresas de asesoramiento legal y financiero, tener reuniones frecuentes para discutir los términos de la operación, y contactar con 41 posibles adquirentes alternativos durante 45 días sin obtener oferta de ninguno. En el caso *Omnicare v. NCS Healthcare*, 818 A.2d 914, Del. Supr. (2003), el CdA otorgó al Comité Especial poderes para negociar posibles transacciones, si bien el Consejo en pleno mantenía la competencia sobre la postura final a presentar a los accionistas; así, el Tribunal consideró que el CdA actuó con diligencia al abandonar la recomendación del Comité para obtener una oferta mejor —apreciándose claramente el mayor grado de desvinculación del Consejo respecto a la recomendación del Comité en estos casos frente a aquellos en que se presenta un conflicto de interés—.

(63) La retribución la aprueba el CdA, CHAPMAN y JAMES, op. cit., p. 334. En el caso *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL 3642727, Del. Ch. (21 de diciembre de 2005), una retribución de un millón de dólares para cada miembro del comité se consideró condicionante de la independencia de sus miembros.

IV. CONCLUSIONES

La exigencia a varios consejeros no ejecutivos de unos requisitos de desvinculación tiene por finalidad el mejor desempeño de una función de supervisión sobre la gestión que se ha mantenido tradicionalmente dormida. El ejercicio de tal función, sin embargo, no se promueve sólo con esa desvinculación, sino que deben arbitrarse instrumentos para su ejercicio independiente.

La eficacia de la función de supervisión encuentra, además de una relación indirecta con los incentivos que tenga el supervisor para realizar bien su trabajo, una relación directa con el modo de ejercicio de esta. Lo cierto es que resulta cuanto menos delicado para un consejero independiente actuando de forma individual manifestar una oposición frontal a la propuesta de otro u otros miembros del Consejo, o siquiera contradecirla sugiriendo simples modificaciones a aquella, dado que esas objeciones podrían llegar a entenderse como un ataque personal en lugar de como una conducta objetiva creativa en el desempeño diligente de su función, condicionándose así el ejercicio de la supervisión con independencia⁽⁶⁴⁾; esto es, siendo formalmente independiente —por cumplir con los requisitos de acceso al cargo—, puede no serlo funcionalmente —por existir condicionantes para el desempeño de su función—⁽⁶⁵⁾. De esta manera, el papel actual del consejero independiente podría resultar en la práctica equivalente al de los consejeros no ejecutivos en el sistema monista gerencial tradicional, caracterizado por la pasividad en el ejercicio del deber de vigilancia sobre la gestión delegada⁽⁶⁶⁾.

⁽⁶⁴⁾ Sobre la «discrepancia como conducta diligente» habla SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Los consejeros independientes...», op. cit., 2008, pp. 52 y ss. La Recomendación CE dice que «la presencia de representantes independientes en el consejo, con capacidad de impugnar las decisiones de la dirección, se considera en general como una forma de proteger los intereses de los accionistas y otras partes interesadas».

⁽⁶⁵⁾ No procede detenerse en este lugar en los condicionantes de la independencia funcional una vez superados aquellos regulados por los requisitos de independencia. A modo de ejemplo, piénsese en las relaciones generadas como consecuencia de la pertenencia al mismo colegio y el grado de compañerismo e incluso amistad existente entre sus miembros como condicionantes difícilmente eludibles de la independencia funcional, en relación con ese entendimiento de la oposición o crítica como un ataque personal.

⁽⁶⁶⁾ En el contexto estadounidense, son numerosos los casos clásicos que han reprobado la actitud pasiva de los consejeros —*dummy* o *figurehead directors*—, *Williams v. McKay*, 46 N.J. Eq. 25, 18 A. 824 (12 de diciembre de 1889); *Campbell v. Watson*, 62 N.J. Eq. 396, 50 A. 120 (8 de octubre de 1901); *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 S.D.N.Y. (7 de marzo 1924); *Atherton v. Anderson*, 99 F.2d 883 6th Circ. (16 de noviembre de 1938); *Golden Rod Mining Co. v. Bukvich*, 108 Mont. 569, 92 P.2d 316 (19 de junio de 1939); *Patt Corp. v. Patt*, 42 Misc. 2d 640, 249 N.Y.S. 2d 1 (13 de abril de 1964); *Harman v. Willbern*, 374 F. Supp. 1149 (4 de abril de 1974); *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814 N.J. Supr. (1 de julio de 1981). Entre la doctrina, vid. a MACE, M., «The Changing Role of Directors in the 1970s», en *The Business Lawyer*, vol. 31, núm. 2, 1976, p. 1207 y 1208; EISENBERG, M., «Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants», en *California*

En este sentido, y pensando en la fácil solución opuesta a esta complicada y dudosa supervisión individual, hay que destacar las mayores posibilidades de éxito de un ejercicio conjunto y coordinado de la supervisión por los consejeros independientes, para lo que es necesario instituir instrumentos que faciliten esa actuación coordinada⁽⁶⁷⁾. Al igual que las comisiones auxiliares permanentes del CdA ya desempeñan un importante papel al respecto, el uso de comités *ad hoc* para la supervisión de una cuestión específica es una herramienta muy útil para este fin⁽⁶⁸⁾. Es decir, del mismo modo que se introduce la presencia permanente de ciertas comisiones auxiliares con competencias preparatorias respecto de asuntos que implican un especial peligro de aparición de conflicto de interés —Auditoría, Nombramiento y Retribuciones— compuestas en proporción importante o en exclusiva por consejeros independientes, no sería incoherente que respecto de otras situaciones concretas surgiera una «necesidad» similar. A través de un Comité se diversifica la oposición, discrepancia o propuesta que se realice, al no recaer sobre un consejero de manera individual, de manera que adquiere mayor objetividad a los ojos de los demás miembros del Consejo, así como de los accionistas y demás interesados. La generalización de este tipo de comisiones *ad hoc* para participar en determinadas materias, al contrario de lo que pudiera parecer,

Law Review, núm. 63, 1975, pp. 376 y ss., y sus conclusiones, pp. 438-439; también SOLOMON, L., «Restructuring the Corporate Board of Directors: Fond Hope-Faint Promise?», en *Michigan Law Review*, núm. 76, 1978, pp. 583 y ss.; para una visión completa de esta perspectiva acerca de la pasividad del *board* estadounidense hasta los años setenta, vid. MACE, M., *Directors. Myth and Reality*, Boston, 1971. En la doctrina tradicional española, sobre la vigilancia activa de los consejeros sin facultades delegadas, vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, Montecorvo, 1971, pp. 43-44, y 396-399; IGLESIAS PRADA, J. L., *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Madrid, Tecnos, 1971, p. 355 y 358-362; y QUIJANO GONZÁLEZ, J., *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima (Aspectos sustantivos)*, Valladolid, Publicaciones Universidad de Valladolid, 1985, pp. 277-279. Más recientemente, refiriéndose a los «consejeros durmientes», FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «Consejeros independientes y Comisiones Auxiliares del Consejo de Administración», en *Manuales de la Reforma Mercantil en España*, III, *El Gobierno de las sociedades*, Madrid, 1999, p. 262; también SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., «Los consejeros independientes. (Análisis de su presencia en el IBEX 35)», en *EPrints Complutense*, núm. 1, marzo de 2006, pp. 91-95. El Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración de España viene reportando desde 2005 una actitud pasiva de aproximadamente el 20 por 100 de los consejeros independientes de la muestra, vid. la edición correspondiente al ejercicio 2009, pp. 21-22.

(67) Cuanto menos, se estima conveniente que los consejeros independientes mantengan reuniones periódicas sin la presencia potencialmente inhibitoria del resto de consejeros en las que deliberen acerca de la marcha de la gestión y de la supervisión de la sociedad, con la finalidad de constituir un grupo de presión efectivo intraConsejo, facilitando así un intercambio de información entre ellos que ha de estimarse muy positivo de cara a las sesiones del pleno del CdA, y, en último término, con vistas a la sesión anual de evaluación de la actividad de aquel. Estas «*executive sessions*» son una práctica habitual en Estados Unidos desde los años 90, GORDON, «The Rise of Independent Directors...», op. cit., pp. 1494-1495; hoy prevén su necesidad el *Listed Company Manual* de la NYSE —sec. 303A.03— y las *NASDAQ Stock Market Rules* —regla 5605(b)(2)—. También el Código de Autodisciplina italiano ha recomendado que este tipo de reuniones se realicen al menos una vez al año —3.C.6—.

(68) Véase al respecto el *Corporate Director's Guidebook* de la ABA, ed. 2007, Sec. 5, diferenciando entre los *Standing Committees* —típicamente los Comités de Auditoría, Nombramientos y Retribuciones— y los *Special Committees*.

no evidenciaría desunión del Consejo, sino debate y deliberación abierta, que en último término equivale a diligencia en la adopción de las decisiones más relevantes. Todo sin romper el principio de unidad del órgano de administración y del proceso de gestión en sentido lato de la sociedad⁽⁶⁹⁾, sino integrando en términos generales en sus fases de ratificación y control una estructura organizativa que se acomode adecuadamente a los objetivos que se pretenden alcanzar en ellas; y sólo en situaciones extraordinarias que así lo precisen, llevar esa estructura a las fases de programación y ejecución. La experiencia estadounidense al respecto es reveladora⁽⁷⁰⁾. Si bien es cierto que en Estados Unidos los Comités Especiales de consejeros independientes se han desarrollado principalmente como medida para eludir revisiones más incisivas de una decisión concreta en litigio por parte del Tribunal —como *safe harbors* y sus derivados frente a situaciones en conflicto de interés relevante—⁽⁷¹⁾, no lo es menos que su uso se está generalizando como una manera de mejorar la diligencia empleada por parte del CdA en general y de los consejeros supervisores en particular⁽⁷²⁾.

⁽⁶⁹⁾ Según PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, vol. II, p. 1810, el proceso de gestión de la sociedad se compone de cuatro fases: iniciación, ratificación (o estrategia), ejecución, y evaluación (o control); correspondiendo en el sistema monista las fases impares a la función gerencial en sentido estricto —consejeros ejecutivos—, y las pares a la función de supervisión —Consejo en pleno—, a pesar del equívoco uso de los términos por el autor que atribuimos a un *lapsus calami*. Citaba PAZ-ARES al respecto la clasificación realizada mucho antes por FAMA, E., y JENSEN, M., «Separation of Ownership and Control», en *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, pp. 303-304. Anteriormente, véase también a RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Consejeros Delegados...*, op. cit., p. 77, para quien el proceso de gestión de la sociedad es un proceso unitario formado por cuatro fases: programación, dirección, ejecución y control.

⁽⁷⁰⁾ El paralelismo allí no es, sin embargo, entre las comisiones auxiliares permanentes (primero) y los comités especiales (después), pues la existencia de cualquier tipo de comité de consejeros independientes tiene su origen en las cláusulas de *safe harbor* y su progresiva evolución.

⁽⁷¹⁾ El caso *Perlegos v. Atmel Corp.*, Del. Ch., No. 2320-N (8 de febrero de 2007), apuntó expresivamente que «para evitar dudas o cuestiones de lealtad, los consejos de administración han nombrado comités especiales compuestos por consejeros independientes para aislar ciertas decisiones de revisiones judiciales más rigurosas». Merece mención especial entre estas comisiones *ad hoc* el denominado «*Special Litigation Committee*», que desde los años 70 del siglo pasado tiene la misión de estudiar las acciones de responsabilidad social emprendidas por los accionistas frente a determinados consejeros por daños a la sociedad —*derivative actions*— y decidir en nombre del Consejo cómo actuar con ellas, dado que un requisito procedimental esencial, salvo ciertas excepciones, para las *derivative actions* es la necesidad de presentar la demanda en primer lugar al CdA, que procederá con ella admitiendo sus peticiones o bien rechazándolas, vid. la Regla 23.1 del *Federal Rules of Civil Procedure*, así como las disposiciones estatales correspondientes en la normativa sobre el procedimiento en las *derivative actions*, sec. 7.42 de la *MBCA*; regla 23.1 de las *Chancery Court Rules* del Estado de Delaware; sec. 626(c) de la *NYBCL*; y sec. 800(b)(2) del *Cal. Corp. Code*. Véase también la sec. 7.03 de los *ALI Principles*. Y entre la jurisprudencia de Delaware destacan los casos *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A.2d 779, Del. Supr. (31 de diciembre de 1981); *Lewis v. Fuqua*, 502 A.2d 962, Del. Ch. (12 de noviembre de 1985); *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917, Del. Ch. (13 de junio de 2003).

⁽⁷²⁾ Ya lo expresaba así SIMPSON, «The Emerging Role...», op. cit., pp. 672-674 y 689. Un ejemplo concluyente en este sentido se muestra en el mismo caso *Perlegos v. Atmel Corp.*, citado en la nota anterior, en el que tras unas importantes irregularidades en gastos de viaje de algunos *officers* y *executives offices* percibidas por el Comité de Auditoría, el CdA decidió crear un Comité Especial *ad hoc*

No se nos escapa la importancia que podría tener este Comité Especial en determinadas materias competencia del CdA⁽⁷³⁾, de manera que salieran de esa Comisión propuestas, recomendaciones o informes con la finalidad de auxiliar al propio Conse-

formado por consejeros independientes con el fin de investigar a fondo las irregularidades, para lo que fue autorizado a adoptar cualquier decisión que considerase apropiada en relación con su investigación. El Comité Especial contrató los servicios de una compañía de investigación independiente, y supervisó el trabajo por ésta realizado. La mencionada compañía de investigación realizó un examen completo de las circunstancias, y concluyó que efectivamente los *officers* sospechosos habían defraudado a la sociedad; presentó sus conclusiones en un informe al Comité Especial. El Comité Especial confió razonablemente en las conclusiones de la compañía de investigación, y decidió en consecuencia destituir por justa causa a los *officers* señalados —el Tribunal aceptó su competencia al respecto, atendiendo a la *DGCL*—.

(73) Señaló ESTEBAN VELASCO, «Reorganización de la composición del Consejo...», op. cit., p. 96, que «es razonable pensar que si se crean comités especiales del Consejo para tareas de especial importancia con presencia exclusiva o destacada de consejeros independientes y si en caso de operaciones en conflicto de intereses, directos o indirectos, de los consejeros se establece el deber de abstención del afectado y la decisión sobre su aprobación se confía a consejeros desinteresados y efectivamente independientes se dan unas condiciones potencialmente adecuadas para que éstos se inclinen a favor de la decisión mas favorable al interés de la compañía y que la solución a favor de estos consejeros es más eficiente que confiarla, p. ej., a otro órgano como la Junta General, sobre todo en sociedades de gran dimensión». Piénsese en las operaciones vinculadas. Así, en Estados Unidos, al margen de las *safe harbor provisions* y su desarrollo por los Tribunales, la propia *NYSE* ha previsto que «todas las operaciones vinculadas deben ser revisadas y evaluadas por un grupo apropiado dentro de la compañía implicada. Si bien la Bolsa no especifica quién debería revisar las operaciones vinculadas, la Bolsa cree que el Comité de Auditoría u otro grupo comparable puede ser considerado apropiado para esta tarea» —sec. 314—. En similares términos se pronuncian las *NASDAQ Stock Market Rules* —regla 5630(a)—. Muy destacadamente, en Italia se ha adoptado recientemente el *Regolamento CONSOB recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*, de 12 de marzo de 2010, reclamado por el art. 2391 bis del Código Civil, que establece que las operaciones vinculadas de mayor relevancia requieren la opinión previa favorable de un Comité *ad hoc* formado exclusivamente por consejeros independientes para la posterior aprobación por el CdA, Comité que participará en la negociación de la transacción a través de un completo flujo informativo con los sujetos encargados de la conducción de las negociaciones, disponiendo de amplias facultades como la posibilidad de formular observaciones a éstos, contratar a los expertos asesores de su elección, o acceder a toda la información precisa —vid. art. 8 del *Regolamento*; vid. también el art. 7, referido a las operaciones de menor relevancia, en las que la opinión del Comité *ad hoc*, en este caso con mayoría de independientes, no es vinculante para el CdA; el Anexo 3 del *Regolamento* explica la diferencia entre operaciones de mayor y menor relevancia—; en caso de opinión desfavorable del Comité *ad hoc* de consejeros independientes, la JG podrá autorizar la operación a través de un acuerdo de la mayoría de los accionistas no vinculados —art. 8.2 del *Regolamento*—. Los proyectos de la norma italiana atribuían un papel más destacado al Comité de independientes, pues le hacían responsable de la propia negociación con la parte vinculada, mas la crítica acogida entre la doctrina determinó esta posición más prudente, MONTALENTI, P., «Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?», ponencia presentada en el Congreso organizado por el Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale e dalla Fondazione Courmayeur, sobre *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 de septiembre de 2009; véanse asimismo las opiniones del autor a los diversos *Documenti di consultazione* sobre la norma, disponibles en <www.consob.it>. El propio CUBG español apunta en su recomendación 8.c) que «se recomienda que el Consejo apruebe las operaciones vinculadas previo informe favorable del Comité de Auditoría o, en su caso, *de aquel otro al que se hubiera encomendado esa función*; y que los consejeros a los que afecten, además de no ejercer ni delegar su derecho de voto, se ausenten de la sala de reuniones mientras el Consejo delibera y vota sobre ella» (la cursiva es nuestra). Además del caso de las operaciones vinculadas, el Comité Especial de consejeros independientes podría ser útil para ciertas modificaciones estatutarias, operaciones estratégicas, etc.

jo, o bien de facilitar un instrumento informativo adicional a los accionistas de la sociedad. Sin duda una de ellas es el supuesto que nos ocupa⁽⁷⁴⁾. La participación de un Comité Especial de consejeros independientes en la proyección de una fusión o adquisición podría facilitar el ejercicio coordinado del control interno sobre la operación, particularmente en los momentos más destacados de intervención del CdA en el procedimiento de fusión, como son el proyecto y el informe de los administradores. En ambos casos supervisando la efectiva transparencia de la información proporcionada; y, en particular, con motivo del informe, al mismo tiempo que la incorporación de oposiciones y sus justificaciones individuales, no sería irrelevante la anexión al mismo de la opinión del Comité respecto de cada uno de los puntos de la propuesta, con la manifestación de las posibles consecuencias de la fusión para los intereses de los accionistas dispersos, en una suerte de valoración paralela por el Comité Especial de consejeros independientes. Y, llegando aún más lejos, no debemos descartar la posibilidad de otorgar amplios poderes de programación a un *Special Negotiation Committee* al estilo estadounidense en los casos en que existan conflictos de interés relevantes en la fusión o adquisición propuesta⁽⁷⁵⁾. Lo cierto es que apartar eventualmente a los consejeros interesados —aunque sean ejecutivos— de la programación de la fusión, o relegar su papel al suministro de información, no es en detrimento del buen fin de aquélla, dada la importancia que desempeñan los asesores externos en el análisis completo de *due diligence* de la operación, siendo así que normalmente la redacción real del proyecto, e incluso de los informes, procede a cargo de los propios bancos de

(74) En Estados Unidos el Comité Especial de consejeros independientes para fusiones y adquisiciones funciona eficazmente como medio de control. Según el caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), «por lo general, la experiencia con tales comités ha sido positiva. Los consejeros independientes han entendido cada vez mejor y han ejercido de forma cada vez más agresiva las cargas de actuar como garante de los intereses de la minoría, ejerciendo un examen más profundo de los aspectos económicos de las transacciones a las que se enfrentan y desarrollando estrategias efectivas de negociación a fin de extraer valor para la minoría desde el accionista de control. Cuando funciona bien, la combinación de un comité especial, con la perspicacia general de los negocios y una cantidad justa de conocimiento específico de la compañía, con astutos asesores que saben cómo empujar las palancas en una fusión para extraer ventaja económica, es muy fuerte y beneficiosa para los accionistas minoritarios». Añadió el Tribunal que «por ahora, la experiencia ha demostrado que los comités especiales y las mayorías independientes del consejo están dispuestos a decir no a los sujetos que ostentan el control».

(75) Así, nuestra posición prudente en las operaciones sin conflicto de interés se invierte en relación a aquellas que presentan conflicto. En el primer caso entendemos suficiente la simple emisión de informes, opiniones no vinculantes, o la manifestación de oposición (y sus causas) a los acuerdos concretos del CdA; mientras que en el segundo entendemos más adecuada la emisión preceptiva de recomendación vinculante para el Consejo en su propuesta a la JG que deba aprobar el proyecto, lo que probablemente conllevaría una mayor implicación del Comité en la programación de la operación.

inversión, consultoras, o despachos profesionales encargados del estudio de viabilidad⁽⁷⁶⁾.

Ahora bien, la generalización en España de este tipo de Comités *ad hoc* como instancias eficaces de control interno es incierta hoy en día, precisamente por la escasa confianza actual en el papel de los consejeros independientes. El aumento de esa confianza, y el consecuente desarrollo del Comité Especial como instrumento de control —y por extensión, de cualquier medida de control vinculada al consejero independiente— pasa ineludiblemente por el completo desarrollo de su estatuto como consejero supervisor.

V. BIBLIOGRAFÍA

ALLEN, W., «Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact of Fantasy?», en *The Business Lawyer*, núm. 45, 1990, pp. 2055 a 2063.

BAINBRIDGE, S., *Corporation Law and Economics*, Nueva York, Foundation Press, 2002.

BRANSON, D. M., *Corporate Governance*, Charlottesville (Virginia), Michie Company, 1993; Cumulative Supplement de 2001.

CHAPMAN, J. A., y JAMES, B. W., «The use of Special Committees in Merger and Acquisitions», en *Texas Journal of Business Law*, núm. 42:3, 2008, pp. 315 a 337.

CLARK, R., *Corporate Law*, Aspen Publishers, 1986.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., y PÉREZ TROYA, A., *Fusión de sociedades (Artículos 232 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, pertenece a la Colección URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IX, *Transformación, fusión y escisión de la sociedad anónima*, vol. 2.^º, Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2008.

COX, J., y HAZEN, Th., *On Corporations*, 2.^a ed., Nueva York, Aspen Publishers, 2003 (3 vol.).

DI NANNI, C., *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Nápoles, 1992.

⁽⁷⁶⁾ Vid. HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal («legal due diligence») en el derecho mercantil*, Granada, Comares, 2008, pp. 164-165, señalando que «en esta instancia, resulta difícil que los administradores tengan conocimiento técnico suficiente en cada una de estas facetas. Para asegurar su posición informativa, no resulta extraño en la praxis el recurso a expertos que verifiquen el estado de la empresa social en cada una de las modalidades de revisión (v.gr. estratégica, operativo-comercial, financiero-contable, legal)»; vid. también a MARTÍ MOYA, *El procedimiento de fusión...*, op. cit., pp. 51-52, que en referencia al proyecto dice que «si bien ha de ser suscrito necesariamente por los administradores, normalmente no son ellos mismos sus redactores materiales. En efecto, en numerosas ocasiones las operaciones son diseñadas por los llamados “*mariers d'affairs*”, que son, normalmente, los encargados de los estudios comerciales, económicos, de producción, financieros o jurídicos previos a la redacción del proyecto. Suele tratarse de departamentos especializados de bancos o despachos de asesores que tienen conocimientos específicos y adecuados para delinear mejor estas complejas operaciones» (notas al pie omitidas).

EMBED IRUJO, J. M., «En torno a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (fusión, escisión y otros procedimientos similares)», en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 9, 1991, pp. 13 a 37.

— «Artículo 234. Preparación de la fusión», en ARROYO MARTÍNEZ, I., EMBED IRUJO, J. M., y GÓRRIZ LLÓPEZ, C. (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, pp. 2245 a 2253.

— «Artículo 235. Contenido del proyecto de fusión», en ARROYO MARTÍNEZ, I., EMBED IRUJO, J. M., y GÓRRIZ LLÓPEZ, C. (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, pp. 2253 a 2262.

— «Artículo 237. Informe de los administradores sobre el proyecto de fusión», en ARROYO MARTÍNEZ, I., EMBED IRUJO, J. M., y GÓRRIZ LLÓPEZ, C. (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, pp. 2271 a 2274.

ESTEBAN VELASCO, G., «Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 27, 2006, pp. 85 a 114.

FAMA, E., y JENSEN, M., «Separation of Ownership and Control», en *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, pp. 301 y ss.

Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations, Thomson-West, edición permanente, actualización 2008.

GORDON, J., «The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices», en *Stanford Law Review*, núm. 59, 2007, pp. 1465 a 1568.

GUASCH MARTORELL, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: la tutela de los intereses de los socios y acreedores*, Madrid, Civitas, 1993.

HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal («legal due diligence») en el derecho mercantil*, Granada, Comares, 2008.

JUSTE MENCÍA, J., «Fusiones especiales», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 767 a 803.

LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 1992.

— *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 2.^a edición, 2000.

— «La fase previa y el proyecto de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 421 a 487.

LEECH, N., y MUNDHEIM, R., «The Outside Director of the Publicly Held Corporation», en *The Business Lawyer*, núm. 31, 1976, pp. 1799 a 1838.

LIN, L., «The effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism. Theories and Evidence», en *Northwestern University Law Review*, núm. 90, 1996, pp. 904 a 976.

MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, 2010.

MONTALENTI, P., «Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?», ponencia presentada en el Congreso organizado por el Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale e dalla Fondazione Courmayeur, sobre *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 de septiembre de 2009.

NATHAN, Ch. M., «Practical Implications of CNX Gas on Controlling Shareholder Acquisitions», en *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 13 de julio de 2010, disponible en <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/>>.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, vol. II, pp. 1805 a 1818.

PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, Civitas, 1998.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, Montecorvo, 1971.

— *Escisión (Artículos 252 a 259 LSA)*, pertenece a la Colección URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IX, *Transformación, fusión y escisión de la sociedad anónima*, Vol. 3.º, Madrid, Civitas, 1993.

RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 721 a 766.

SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., «Los consejeros independientes. (Análisis de su presencia en el IBEX 35)», en *EPrints Complutense*, núm. 1, 2006.

— «Los consejeros independientes y la reorganización del Consejo de Administración», en *EPrints Complutense*, núm. 21, 2008.

— «Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 489 a 526.

SEQUEIRA MARTÍN, A., *Fusión (artículos 233 a 251)*, pertenece a la colección SÁNCHEZ CALERO, F. (coord.), *Comentarios a la ley de Sociedades Anónimas*, tomo VII, *Transformación, fusión y escisión. Artículos 223 a 259*, Madrid, Eder-sa, 1993.

— «Comentario al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: II. Fusión y fusiones transfronterizas intracomunitarias», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 31, 2008, pp. 33 a 54.

— «El concepto de fusión y sus elementos componentes», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 375 a 420.

SIMPSON, S., «The Emerging Role of the Special Committee. Ensuring Business Judgement Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest», en *The Business Lawyer*, núm. 43, 1988, pp. 665 a 690.

STEVELMAN, F., «Going Private at the Intersection of the Market and the Law», en *The Business Lawyer*, núm. 62, 2007, pp. 775 a 912.

SUBRAMANIAN, G., «Fixing Freezeouts», en *Yale Law Journal*, núm. 115, 2004, pp. 2 a 70.

RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ACCIONES RESCATABLES: NUEVAS PERSPECTIVAS Y PROBLEMÁTICA ACTUAL (I)

JORGE LÓPEZ CURBELO

*Profesor Titular de Universidad de Derecho Mercantil
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

RESUMEN

Este trabajo tiene por objeto el estudio de las acciones rescatables reguladas en la Ley de Sociedades de Capital, de 2 de julio de 2010. Como punto de partida se analiza la regulación de la figura en el Derecho comparado y, especialmente, en el Derecho anglo-norteamericano por constituir su entorno de origen y por servir de orientación, en esta materia, a la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo. La regulación española de esta clase de acciones se manifiesta insuficiente y adolece de significativas lagunas, lo que obliga a examinar todo un núcleo de problemas relacionados con la naturaleza jurídica y emisión de las acciones rescatables, así como la operación de rescate y el grado de protección del inversor frente a la emisora. Particular referencia se hace a su función económica y a la experiencia práctica española. Se evidencia que dicha experiencia no se ha correspondido con la idea inicial de favorecer la financiación empresarial, que inspiró la reforma. En realidad, las acciones rescatables se han utilizado para articular planes de opciones y operaciones de reestructuración financiera. La entrada en vigor del nuevo Plan General de Contabilidad de 2007 plantea, además, entre otras muchas cuestiones, si las acciones rescatables constituyen recursos propios o pasivo financiero, lo que abunda en la problemática relativa a la amortización de estos valores.

Palabras clave: *Acciones rescatables, sociedad cotizada, capital social, reserva, rescate.*

ABSTRACT

This paper considers the regulated redeemable shares in the Capital Company Act of July 2, 2010. The starting point begins with the analysis of regulation contained in comparative law, and especially in the Anglo-American law, because it is their home environment and because its influence, in this matter, on the Second Directive 77/91/EEC Council. Spanish legislation of this kind of actions are manifestly inadequate and suffers from significant shortcomings, which requires an examination of an entire core of problems related to the legal nature and issue of redeemable shares, redemption and the degree of protection in front of the company. Particular reference is made to their economic role and the Spanish experience. There is evidence that experience has not corresponded with the initial idea of promoting corporate finance, which inspired the reform. In fact, the redeemable shares were used to articulate options and operations plans for financial restructuring. The entry into force of the new General Accounting Plan of 2007 also raises, among other issues, if the shares are redeemable equity or financial liability, which abounds in issues related to the amortization of these shares.

Key words: *Redeemable shares, listed companies, share capital, reserve, redemption.*

SUMARIO

ABREVIATURAS

I. PUNTO DE PARTIDA: LA REFORMA DE LA LEY 24/1998, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.

A) Consideraciones preliminares.

B) La creación de un régimen especial para la sociedad cotizada. El *iter* legislativo de la reforma.

C) La trasposición de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976 en materia de acciones rescatables.

II. ORIGEN DE LA INSTITUCIÓN. EL DERECHO ANGLO-NORTEAMERICANO.

A) Introducción.

B) Las *redeemable shares* en el Derecho norteamericano.

1. Disparidad de regímenes legales.
2. Las *redeemable shares* y las *redeemable preferred shares*.

C) Breve referencia a la regulación de la figura en el Derecho canadiense.

D) La caracterización de las *redeemable shares* en el *English Company Law*.

1. Introducción.
2. Justificación y ventajas.
3. Régimen legal.
 - a) Concepto.
 - b) Antecedentes.
 - c) Principios configuradores de las *redeemable shares* en la Companies Act de 2006.
 - a') Emisión y condiciones del rescate.
 - b') Amortización de títulos y reducción del capital en la operación de rescate.
 - a'') Amortización de títulos.
 - b'') Reducción de capital.
 - c'') Rescate y adquisición o compra de acciones propias.
 - d'') Capital autorizado y capital emitido: importancia y desaparición de la distinción.

III. EL DESARROLLO DE LAS ACCIONES RESCATABLES EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS.

A) *Las ações preferenciais remíveis* en el Derecho portugués.

1. El artículo 345 del Código das Sociedades Comerciais (CSC) portugués de 1986 y la Segunda Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976.
2. El contrato de sociedade y las acciones rescatables.
3. Acciones privilegiadas y contravalor del rescate.
4. La operación de *remição*.
5. Efectos del rescate.

B) El rescate de las *actions de préférence* en el Derecho francés.

1. Situación anterior a la reforma: la *amortissement du capital*.
2. La modificación introducida por la *Ordonnance n.º 2004-604*.

C) La *clausola di riscatto* en el Derecho italiano.

1. Antecedentes.
2. Derecho de separación del socio y cláusula de rescate.
3. Autonomía privada y cláusula de rescate.
4. *Potere di riscatto* y categoría de acción.

ABREVIATURAS

ADC	Anuario de Derecho Civil.
AF	Actualidad Financiera.
BBTC	Banca, borsa, titoli di credito.
BIMJ	Boletín de Información del Ministerio de Justicia.
BLR	Brooklyn Law Review.
BOCG	Boletín Oficial de las Cortes Generales.
CA	Companies Act.
Calif.L.R	California Law Review.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CSC	Código das Sociedades Comerciais.
DN	Derecho de los Negocios.
DGRN	Dirección General de los Registros y del Notariado.
Dir. prat. com.	Diritto e Pratica Commerciale.
IFLR	International Financial Law Review.

J. Soc.	Journal des Sociétés.
LMV	Ley del Mercado de Valores.
LRLMV	Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores.
LSA	Ley de Sociedades Anónimas.
LSC	Ley de Sociedades de Capital.
PGC	Plan General de Contabilidad.
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario.
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
RDGRN	Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado.
REFC	Revista Española de Financiación y Contabilidad.
RGD	Revista General de Derecho.
Rev.Der.Fin. y Hac.	Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública.
RDM	Revista de Derecho Mercantil.
RDN	Revista de Derecho Notarial.
RdS	Revista de Derecho de Sociedades.
Rev. Soc.	Revue des Sociétés.
Riv. Soc.	Rivista delle Società.
RSCL	Reglamento de Servicios de las Corporaciones Locales.

I. PUNTO DE PARTIDA: LA REFORMA DE LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.

A) Consideraciones preliminares

En el Boletín Oficial del Estado de 17 de noviembre de 1998 apareció publicada la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La finalidad fundamental de aquella reforma, según se explicaba en la propia Exposición de Motivos de la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores (LRLMV), no era otra sino la de contribuir a la construcción del Mercado Financiero Único merced a la transposición a nuestro Derecho interno, de un lado, de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (modificada por la Directiva 95/26/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995) y, de otro, de la Directiva 97/9/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, sobre los sistemas de indemnización de los inversores.

Pues bien, el legislador se sirvió de la modificación normativa para llevar a cabo otra más en materia societaria. En efecto, la LRLMV incorporó una serie de disposiciones adicionales de contenido heterogéneo que afectaban básicamente, entre otros extremos, a materias tan dispares como eran las instituciones de inversión colectiva, las sociedades de inversión mobiliaria, quiebra y suspensión de pagos de entidades emisoras de valores o registradas en la CNMV⁽¹⁾, fondos de titulización hipotecaria, impuesto sobre sociedades, auditoría de cuentas, letra de cambio, pagaré y cheque y sociedades anónimas.

De este modo, y con ocasión de la reforma del Mercado de Valores, se siguió un procedimiento de reforma de determinadas cuestiones en materia de sociedades anónimas, tales como las acciones privilegiadas, las acciones sin voto, las acciones rescatables, el derecho de suscripción preferente e inscripción del acuerdo de aumento de capital mediante la incorporación a la LRLMV de la disposición adicional decimoquinta.

B) La creación de un régimen especial para la sociedad cotizada. El *iter* legislativo de la reforma

Como puede observarse, con ocasión de la reforma de la Ley del Mercado de Valores (LMV), y por la vía de la técnica jurídica de las disposiciones adicionales, se llevó a cabo la modificación de la LSA —hoy ya derogada⁽²⁾— y así se introdujeron en nuestro marco normativo las acciones rescatables, so pretexto —según se explicitaba en la Exposición de Motivos de la LRLMV— de que constituían unos activos que favorecerían una mejora en la financiación empresarial, especialmente a través de los mercados financieros, y que redundaban en un mayor reforzamiento de los recursos propios de la Sociedad Anónima que los emitía.

El *iter* de esta reforma, con un marcado carácter heterodoxo, no estuvo exento de críticas, no sólo por parte de los intervinientes en el proceso de debate parlamentario, sino también por la propia doctrina⁽³⁾, pues se advirtió que constituía un supuesto claro de improvisación en la elaboración de las leyes, contrario a la prudencia y sosiego que

(1) Vid. sobre el particular la disposición adicional segunda de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

(2) Vid. la Disposición Derogatoria Única del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

(3) Así, en SÁNCHEZ ANDRÉS, «La sociedad anónima y el mercado», *RdS*, núm. 14, 2000, p. 44, se denuncia el desprecio al sentido (material y formal) del proceso legislativo.

deben presidir todo proceso prelegislativo⁽⁴⁾, máxime si tenemos en cuenta que las modificaciones introducidas en la LSA de 1989 por la LRLMV, a las pocas semanas de su entrada en vigor, fueron objeto de rectificación en virtud de la disposición adicional trigésimocuarta de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, conocida de manera generalizada como Ley de Acompañamiento de la Ley de Presupuestos Generales del Estado, si bien dichas rectificaciones no afectaron a las acciones rescatables, aunque sí a otros extremos, tales como las acciones sin voto⁽⁵⁾.

De hecho, las modificaciones introducidas en la LSA de 1989, vigente a la sazón, sólo contaron con una somera y tangencial intervención por parte de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación⁽⁶⁾, que es el órgano de asesoramiento en la preparación de las tareas prelegislativas propias del Ministerio de Justicia, y en cuyo seno, paradójicamente, se estudió la reforma de la denominada sociedad anónima bursátil o cotizada⁽⁷⁾, lo que cristalizó en una Propuesta de Anteproyecto de Ley sobre Sociedades Anónimas Cotizadas de 19 de mayo de 1998, cuya existencia se justificaba argumentándose, entre otros extremos, que las sociedades

(4) En tal sentido, el Diputado del Grupo Parlamentario del Partido Nacionalista Vasco Zabala Lezami (Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados núm. 184, 1998, p. 9.873) censuró la existencia de un procedimiento de debate parlamentario prostituido por una inadecuada utilización del Senado e, incluso, puso de manifiesto el enfrentamiento entre los departamentos ministeriales de Justicia y Economía, porque se trataba de la reforma de una Ley en aspectos de Derecho mercantil. También criticó la metodología seguida porque «produce inseguridad jurídica y elude el debate y la reforma de la Ley de sociedades anónimas, que a nuestro entender debe ser modificada y actualizada»; este conflicto competencial entre el Ministerio de Justicia y el de Economía y Hacienda también fue evidenciado por el Diputado del grupo Socialista Martínez Sanjuán (p. 9.875). Por su parte, ALONSO LEDESMA, «La reforma de la sociedad cotizada», *RdS*, 1999, pp. 14 y 15, expresaba que la modificación de la LSA había seguido una vía que alcanzaba tintes rocambolescos y que hacía patente la degradación actual del proceso legislativo.

(5) Vid. la disposición adicional trigésimotercera de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre (BOE de 17 de noviembre de 1998).

(6) La regulación de dicha Comisión hay que buscarla en el RD 160/1997, de 7 de febrero, por el que se aprueban los estatutos de la Comisión General de Codificación (BOE del 27 de Febrero) y una de sus funciones básicas, según reza el artículo 3 de dicho RD, es la de revisar los cuerpos legales y leyes vigentes en las diversas ramas del Derecho y la exposición al Ministro de Justicia del resultado de sus estudios. Una relación de anteproyectos de ley e informes elaborados por la Sección Segunda de la Comisión puede verse en <<http://www.mjusticia.es/cs/>>.

(7) De otro lado, no debe olvidarse que la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación había estado estudiando durante largo tiempo una reforma total de la sociedad anónima, que llegó a cristalizar en un Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas publicado en 1979, y que partiendo de dicho Anteproyecto se optó por proceder a una adaptación al Derecho comunitario que significó no sólo la incorporación estricta del contenido normativo de las Directivas comunitarias (68/151/CEE, 77/91/CEE, 78/855/CEE, 78/660/CEE, 82/891/CEE y 83/349/CEE), sino además una nueva regulación de los capítulos de la vieja Ley de 1951 a los que esas Directivas afectaban. De modo que este esfuerzo prelegislativo desembocó en un primer borrador de Anteproyecto emanado de la Comisión General de Codificación de julio de 1986, otro segundo de 13 de febrero de 1987 y el texto

cotizadas tenían unas necesidades específicas que no encontraban satisfacción en las normas generales sobre sociedades anónimas.

De otro lado, parece ser que la reforma que en su momento se proyectó de la sociedad anónima aparentemente no estaba, en un principio, dentro de los objetivos del Gobierno que la defendió, según se desprende del propio proyecto de Ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores, dado que éste no la contemplaba en su articulado⁽⁸⁾. En realidad, la iniciativa de la reforma hay que buscarla en los trabajos realizados por una «Comisión Especial» de expertos creada por acuerdo del Consejo de la CNMV de 12 de diciembre de 1997 que, al amparo del artículo 13 de la LMV, tiene facultades para elevar al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda las disposiciones que estime necesarias relacionadas con los mercados de valores⁽⁹⁾. La propuesta que elaboró la Comisión consistía en la creación de un régimen especial para la sociedad bursátil en un nuevo Título X, que se añadiría a la LMV y que comprendería los artículos 111 a 116⁽¹⁰⁾. De ella tuvo conocimiento la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, que de modo paralelo venía estudiando, a través de la creación de una Ponencia especial, como se advirtió, la

definitivo de 17 de junio de 1987 (publicado en el Boletín de Información del Ministerio de Justicia de 5 de octubre de 1987) que, con todos los cambios que se quiera, sirvió de base a los dos Anteproyectos del Ministerio de Justicia de 19 de enero de 1988 y 29 de marzo de 1988, respectivamente. De todo ello se colige que en esta ocasión, como en algunas otras, se ha eludido la intervención de la Comisión General de Codificación en la reforma de la LSA operada en 1998, cuando es lo cierto que dicho organismo ha puesto siempre un gran esfuerzo y empeño en las reformas de nuestro Derecho societario y lo sigue haciendo, como ha ocurrido con los trabajos relativos a la Ley General de Sociedades Mercantiles que fraguaron en la «Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles» de 16 de mayo de 2002. Cfr. MENÉNDEZ, «Introducción», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de las sociedades de capital*, Madrid, 1987, p. 32, y en POLO SÁNCHEZ, «La reforma y adaptación de la Ley de Sociedades Anónimas a las Directivas de la Comunidad Económica Europea», en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, p. 782.

⁽⁸⁾ Vid. BOCG, Congreso de los Diputados, núm. 29-1 de 12 de febrero de 1997, pp. 1 y ss., y BOCG, Congreso de los Diputados, núm. 29-9 de 5 de junio de 1998, pp. 133 y ss.

⁽⁹⁾ La Comisión estaba integrada por García de Enterría y Lorenzo-Velázquez (Presidente), Fontirribas, Alfaro Águila-Real, Del Caño Palop, Mínguez Prieto y Hernández Rodríguez, que ejerció como Secretario.

⁽¹⁰⁾ Parece ser que la propuesta de la Comisión se desarrolló tomando en consideración muy especialmente las encuestas orales realizadas a los profesionales relacionados con el tema y, una vez sometida a informe de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, ésta cuestionó el propósito flexibilizador de la propuesta, desaconsejando la introducción de algunas medidas y proponiendo la generalización de otras a todas las sociedades, según nos refieren KIRCHNER y SALINAS, *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999, pp. 387 y 388.

El apartado sexto del artículo 112 de la propuesta de la Comisión establecía que «Las acciones privilegiadas podrán ser rescatables, en cuyo caso darán derecho a sus titulares o a la sociedad a su amortización en el plazo y condiciones que se establezcan en el momento de la emisión. Para su rescate las acciones deberán hallarse íntegramente desembolsadas. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres ejercicios sociales a contar

reforma de la sociedad cotizada, y cuyo resultado final ha sido calificado como inútil por algunos⁽¹¹⁾.

Curiosamente, fue el Grupo Parlamentario Catalán *Convergència i Unió* en el Senado el que con su enmienda número 99, y aunque no prosperó, hizo suya la propuesta de la «Comisión Especial» nombrada por el Consejo de la CNMV y propuso añadir a la LMV un nuevo Título X: «Especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación». Dicho Título contenía una serie de artículos (111 a 116), relativos a las acciones privilegiadas (dedicando los apartados 6 y 7 del artículo 112 a regular las acciones rescatables), inscripción del acuerdo de aumento de capital, ejercicio del derecho de suscripción preferente y emisión de obligaciones o valores que reconocieran o crearan deuda⁽¹²⁾. Entre otras razones se defendía la conveniencia de la reforma para evitar el «riesgo de deslocalización de emisiones por parte de las sociedades españolas», argumento éste también esgrimido por la «Comisión Especial» en su propuesta definitiva, la cual había insistido en el hecho de que las sociedades cotizadas buscaban «entornos desregulados ajenos a cualquier intervención normativa».

Sin embargo, resultó ser la enmienda número 74 propuesta por el Grupo Parlamentario Popular en el Senado la que se aprobó y por la cual se introdujo la disposición adicional decimoquinta en la LRLMV y, con ella, las acciones rescatables, justificándose dicha enmienda con base en la mejora de la financiación empresarial⁽¹³⁾. Se trataba de una enmienda cuyo contenido era muy parecido al de la anterior pero que excluía la regulación de las obligaciones u otros valores negociables que reconocieran o crearan deuda, sin que se conozcan claramente las razones que impulsaron al Grupo

desde la emisión. No serán aplicables las normas contenidas en los artículos 163 a 170 de la Ley de Sociedades Anónimas a la reducción de capital que resulte de la amortización de las acciones, siempre que el rescate se realice con cargo a reservas o a beneficios libres y se constituya la reserva a que se refiere el artículo 167.3.º de dicha Ley. Esta reserva, de la que sólo podrá disponerse con los requisitos exigidos para la reducción del capital social, podrá utilizarse para la realización de un aumento de capital».

El apartado séptimo del mismo artículo 112 disponía que «La Junta General podrá delegar en el órgano de administración la decisión sobre la emisión de acciones privilegiadas conforme a lo establecido en el artículo 153 de la Ley de Sociedades Anónimas. En este caso, la Junta General deberá fijar la naturaleza y el contenido básico de los derechos que se atribuyan a las acciones privilegiadas».

(11) Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, «La sociedad anónima...», cit., p. 42.

(12) Cfr. BOCG, Senado, núm. 94 (c) de 7 de septiembre de 1998, pp. 79 a 82.

(13) En concreto, según puede leerse en el BOCG, Senado, núm. 94 de 7 de septiembre de 1998, p. 72, la enmienda quedó justificada de la siguiente forma: «El conjunto de modificaciones que pretenden introducirse en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas tiene por finalidad básica la mejora de la financiación empresarial facilitando el acceso a los mercados de valores emitidos por las sociedades anónimas. Estas medidas entroncan con aquellas que vienen adaptándose en los dos últimos años al objeto de mejorar la competitividad de nuestros agentes económicos, máxime ante el reto de la moneda única y de la globalización de los mercados».

Parlamentario Popular a no defender la propuesta redactada por la «Comisión Especial»⁽¹⁴⁾.

Lo cierto es que la reforma societaria que venimos comentando, ajena en gran medida a las instancias competentes para impulsar nuestro Derecho societario, originó algunas manifestaciones y reservas por parte de cierto sector doctrinal⁽¹⁵⁾. Sin duda, su sustracción al trámite ordinario de elaboración de las Leyes, el oscurantismo y el exceso de precipitación en la modificación de la regulación de algunas cuestiones relativas a la sociedad anónima y, especialmente, a la anónima cotizada parece, en principio, no estar justificado en modo alguno, especialmente si se considera la apelación al ahorro público característico de la cotizada. De otro lado, sin embargo, hay que admitir que se ha dotado a los agentes económicos de una mejora de la competitividad que necesariamente ha pasado por el establecimiento de instrumentos aptos para obtener, al menos en el plano teórico, su adecuada financiación, con la consiguiente flexibilización y simplificación de los procedimientos de emisión de valores. Queda pendiente, sin embargo, el problema de si con la reforma llevada a cabo se ha logrado el adecuado grado de protección de los derechos de los inversores, como se apuntó en alguna fase del debate parlamentario⁽¹⁶⁾, o si, por el contrario, éstos pueden quedar sujetos a un excesivo riesgo de volatilidad en los mercados e, incluso, resultar perjudicados por determinadas lagunas en la regulación de las rescatables, tal y como se estudiará más adelante.

C) La trasposición de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976 en materia de acciones rescatables

Sin duda, la más importante novedad que comportó la reforma introducida por la Ley 24/1998 en materia de sociedades anónimas fue la que afectó a las conocidas como acciones rescatables, también denominadas redimibles o recuperables, que fue-

(14) Esta enmienda recibió ciertas críticas en el Congreso de los Diputados por parte del Diputado del Grupo Socialista Martínez Sanjuán, basándose en que temas de «amplio calado» como la modificación de diez artículos de la LSA debieran haber sido objeto de discusión sosegada en la Cámara Baja. Cfr. el Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados, núm. 184 de 1998, pp. 9.875 y 9.876.

(15) En este sentido SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999, p. 42, consideró extraordinariamente anómalo que ciertas consecuencias indeseables de esta nueva regulación pudieran «llegar a producirse merced a una reforma proyectada por cinco ‘expertos’, nombrados por una autoridad ajena a las que tienen encomendados el impulso y modernización de nuestras leyes privadas mercantiles, y operada con la anuencia o los retoques de un par de funcionarios de los Ministerios de Justicia y Economía, dispuestos a mejorar *overnight*, es decir, de la noche a la mañana, el proyecto que aquéllos fabricaron». Y el mismo autor en «La sociedad anónima...», cit., p. 37, insistía en el déficit democrático con que se había articulado la reforma.

(16) Vid. la justificación hecha a la enmienda núm. 99 propuesta por el Grupo Parlamentario catalán en el Senado de *Convergència i Unió* en el BOCG, Senado, núm. 94 (c), de 7 de septiembre de 1998, p. 82.

ron introducidas en la LSA de 1989 en virtud de la disposición adicional decimoquinta (apartado quinto) de la LRLMV, que incorporó la Sección Sexta dentro del Capítulo IV, con lo que se añadieron dos nuevos artículos. El primero de ellos fue el 92 bis, que se refería a la emisión de acciones rescatables y cuyo contenido quedó definitivamente redactado como sigue:

«1. Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate.

2. Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.

3. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión».

De otro lado, el artículo 92 ter, que versa sobre la amortización de acciones rescatables, dice así:

«1. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta general con la finalidad de financiar la operación de amortización.

2. Si se amortizaran estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas.

3. En el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones».

Sin embargo, tras la entrada en vigor del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprobó el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), la regulación transcrita ha sido trasvasada en su literalidad a los nuevos artículos 500 y 501 de la nueva LSC, ubicados sistemáticamente dentro del Título XIV relativo a las sociedades anónimas cotizadas. Se perdió así una clara oportunidad para subsanar defectos y suplir omisiones en el régimen legal de las acciones rescatables, algunos de los cuales habían sido evidenciados por la más autorizada doctrina desde tiempo atrás. En realidad, la fuente inmediata directa de los artículos 92 bis y 92 ter de la entonces vigente LSA de 1989 hay que buscarla en el artículo 39 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, que es donde, en el ámbito del Derecho comunitario, se recoge y regula la figura de las acciones rescatables⁰. No debe olvidarse que dicha Directiva no ha impuesto a los Estados miembros la obligatoriedad de la consagración legal de estas acciones, sino que simplemente se ha limitado a prever que para el caso de que las legislaciones nacionales autorizaren a una sociedad la emisión de acciones rescatables, la operación de remisión de tales

acciones tendrá que sujetarse a unas condiciones mínimas que son de necesaria observancia ⁽¹⁷⁾[LXN1].

Ello se justifica porque estamos en presencia de un documento supranacional de mínimos cuya finalidad es la de hacer posible que los Estados miembros vayan desarrollando paulatinamente sus reformas de armonización, sin que por tal razón hayan de renunciar a sus instituciones tradicionales. En este sentido, como se ha significado en la doctrina, el artículo 39 de la Directiva 77/91 CEE aspira a servir de cauce para

(17) Dicha Segunda Directiva del Consejo ha estado dirigida a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías que se exigen en los Estados miembros a las sociedades, con arreglo al párrafo 2 del artículo 58 del Tratado, para la protección de los intereses tanto de los socios como de los terceros, en lo que respecta a la constitución de la sociedad anónima, así como a la estabilidad y modificaciones de su capital. Según se nos refiere en AGUILERA RAMOS, ALONSO UREBA y otros, «Textos de Derecho Europeo de Sociedades Anónimas», en AA.VV., *Estudios y textos de Derecho de Sociedades en la Comunidad Económica Europea*, dirigido por GIRÓN TENA, Madrid, 1978, p. 519, esta Directiva tiene sus antecedentes en la propuesta presentada por la Comisión al Consejo el 5 de marzo de 1970 en virtud de lo dispuesto por el artículo 149-2.º del Tratado (publicada en el JOCE de 24 de abril de 1970). El Consejo sometió la propuesta al Parlamento europeo y al Comité económico y social. Como consecuencia de la opinión emitida por éstos (la del Parlamento se publica en el JOCE de 11 de noviembre de 1971 y la del Comité en el de 6 de septiembre de 1971) y la integración en la CEE de Gran Bretaña, Irlanda y Dinamarca se realiza una primera modificación del texto inicial. Su contenido sirvió de base para redactar la versión definitiva de la Directiva que, como se sabe, quedó definitivamente aprobada el 13 de diciembre de 1976, publicándose en el Diario Oficial n.º L 026 de 30 de enero de 1977, pp. 1 a 13.

En concreto, el artículo 39 de la referida Directiva dispone: «Cuando la legislación de un Estado miembro autorizase a las sociedades a emitir acciones rescatables, exigirá para la compra de estas acciones como mínimo que se respeten las condiciones siguientes:

- a) La recuperación deberá ser autorizada por los estatutos o el acto constitutivo antes de la suscripción de las acciones rescatables.
- b) Las acciones se liberarán íntegramente.
- c) Las condiciones y las modalidades de recuperación serán fijadas por los estatutos o por la escritura de constitución.
- d) La recuperación sólo podrá tener lugar con la ayuda de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del artículo 15, o del producto de una nueva emisión efectuada con miras a esta recuperación.
- e) Deberá incorporarse un importe igual al valor nominal o, a falta de valor nominal, al valor contable de todas las acciones recuperadas en una reserva que, salvo en casos de reducción del capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas; esta reserva sólo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas.
- f) No se aplicará la letra e) cuando la recuperación tenga lugar con la ayuda del producto de una nueva emisión efectuada con miras a esta recuperación.
- g) Cuando, como consecuencia de la recuperación, se hubiera previsto el abono de una prima a favor de los accionistas, el valor de esta prima sólo podrá ser deducido de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del artículo 15, o de un reserva, distinta de la prevista en la letra e), que, salvo en casos de reducción del capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas; esta reserva solamente podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas, para cubrir los gastos mencionados en la letra j) del artículo 3, o los gastos de emisiones de acciones o de obligaciones, o para efectuar el pago de una prima a favor de los poseedores de las acciones o de las obligaciones a recuperar.
- h) La recuperación será objeto de una publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE».

homologar *mutatis mutandis*, en el ámbito comunitario, la institución inglesa de las *redeemable shares* ⁽¹⁸⁾.

II. ORIGEN DE LA INSTITUCIÓN. EL DERECHO ANGLO-NORTEAMERICANO

A) Introducción

La incorporación de las acciones rescatables a nuestro ordenamiento jurídico estuvo prevista, en un principio, en la reforma de la LSA de 1989. En efecto, a lo largo del desarrollo de los trabajos prelegislativos de los que trae causa la LSA de 1989 y, en concreto, en el borrador del Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de Sociedades de 17 de junio de 1987 se procedió a incorporar a nuestro Derecho todas las normas de la Segunda Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976, sin que la figura de las acciones rescatables constituyera excepción alguna, de modo que tales acciones quedaron incluidas como una categoría más de las que podían ser emitidas por una sociedad anónima ⁽¹⁹⁾.

Sin embargo, cierto sector doctrinal manifestó desde un principio, y con referencia al Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1987, su rechazo a esta categoría de acciones por entender que se trataba de una institución que no encajaba adecuadamente en los perfiles de nuestro Derecho de sociedades anónimas al ser propia de otros ordenamientos jurídicos distintos al nuestro, advirtiéndose los serios peligros que la importación de la figura representaba para el correcto mantenimiento

⁽¹⁸⁾ Vid. por todos PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de las Sociedades de Capital*, Madrid, 1987, p. 527.

⁽¹⁹⁾ Vid. el suplemento al Boletín de Información del Ministerio de Justicia de 5 de octubre de 1987, donde se publica el borrador del Anteproyecto de reforma (17 de junio de 1987) elaborado por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, presidida por Menéndez y cuyos ponentes fueron Sánchez Calero, Broseta y A. Bercovitz, cuyo artículo 47 se ocupó específicamente de regular la figura de las acciones rescatables. En concreto, dicho precepto disponía:

«1. La sociedad podrá emitir acciones rescatables que darán derecho a sus titulares a su amortización en el plazo y condiciones que se establezcan. Estas acciones deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de su suscripción.

2. Tanto en los estatutos primitivos como en sus posteriores modificaciones, podrá acordarse la emisión de acciones rescatables fijando el plazo, precio y condiciones en que la sociedad habrá de amortizarlas.

3. La adquisición por la sociedad de las acciones rescatables a efectos de su amortización, habrá de realizarse con cargo a los beneficios o a las reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con el fin de financiar esa adquisición.

4. Cuando la adquisición de las acciones rescatables se haga con cargo a los beneficios o a las reservas libres, el importe del valor nominal de las acciones amortizadas deberá destinarse a una reserva de la que solo será posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción del capital social. No será preciso dotar esa reserva en la medida en que la adquisición de las acciones se realice con cargo al importe de una nueva emisión acordada por la Junta General con el fin de financiar aquella adquisición.

de los principios configuradores de la anónima⁽²⁰⁾. Junto a ello, las dudosas perspectivas de viabilidad y afianzamiento de tales acciones en la práctica como instrumento de financiación de las sociedades anónimas, en un mercado por entonces no idóneo por su insuficiente grado de desarrollo, constituyeron motivos suficientes para que fuesen desechadas del Proyecto de Ley que luego devendría en la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de Sociedades y, en consecuencia, las acciones rescatables no pudieron ser recogidas en el Texto Refundido de la LSA de 22 de diciembre de 1989⁽²¹⁾.

No obstante este frustrado intento de introducción de esta modalidad de acciones en nuestro Derecho societario, lo cierto es que el origen de la institución hay que buscarlo en el Derecho comparado y, primordialmente, en los ordenamientos de los países del área anglo-norteamericana, entre los cuales merece especial mención el Derecho societario del Reino Unido, dado que las denominadas *redeemable shares* gozan allí de una destacada tradición histórica y su influencia en los ordenamientos del continente que han acogido la figura ha sido significativa. También la experiencia norteamericana sirve para ilustrarnos acerca de las principales características de estos valores. De otro lado, en el ámbito del Derecho societario continental europeo, las acciones rescatables constituyeron durante un largo período, salvo raras excepciones, una práctica desconocida, si bien se han ido introduciendo paulatinamente en algunos ordenamientos de nuestro entorno⁽²²⁾. Entre esas excepciones merece ser destacada la regulación portuguesa de la figura, que está prevista en el CSC de 1986 y cuyo estudio se abordará oportunamente, así como los casos, entre otros, de los Derechos italiano y francés.

5. En el caso de que los beneficios y las reservas libres no fueran suficientes para abonar el importe previsto en los estatutos para la adquisición por la sociedad de las acciones rescatables, se distribuirá entre éstas la cantidad disponible, reduciendo su valor nominal en la proporción correspondiente.

6. En el supuesto de que no existan beneficios o reservas libres, ni se emitan nuevas acciones para financiar la adquisición, ésta sólo podrá llevarse a cabo siempre que se cumplan todos los requisitos necesarios para la correspondiente reducción del capital conforme a lo dispuesto en los artículos 101 y 101a de la presente Ley».

⁽²⁰⁾ En este sentido, entre otros, PAZ-ARES, «Negocios sobre...», cit., p. 530, advierte textualmente que «la institución de las acciones rescatables constituye una planta exótica que difícilmente puede crecer y madurar en nuestro suelo jurídico». Cfr. también SÁNCHEZ ANDRÉS, «A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo», *RCDI*, 1992, 613, p. 2.506. A favor de la admisibilidad de las acciones rescatables antes de la reforma operada en virtud de la Ley 37/1998 de 16 de noviembre vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, 1990-4, p. 1.168.

⁽²¹⁾ Así, ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 27.

⁽²²⁾ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «La acción y los derechos del accionista», en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. I, dirigido por Uría, Menéndez, Olivencia, Madrid, 1994, p. 50.

B) Las *redeemable shares* en el Derecho norteamericano

1. Disparidad de regímenes legales

Como es sabido, en los Estados Unidos no se ha promulgado ninguna Ley federal societaria que contribuya a simplificar el estudio de la cuestión. No obstante, las legislaciones de algunos Estados se inspiran en la *Model Business Corporation Act* (MBCA), que ha sido objeto de varias modificaciones, por lo que también se conoce como *Revised Model Business Corporation Act* y que viene a ser una especie de borrador o proyecto de lo que podría constituir un *Corporation Code* que se actualiza regularmente por un comité de la *American Bar Association's Corporate Law*. A pesar de ello, no se puede decir que exista una política de armonización de las diferentes legislaciones estatales en el ámbito societario al modo en que se viene perfilando en el seno de la Unión Europea⁽²³⁾. De todas maneras, cabe constatar que ha existido, al igual que en el Derecho canadiense, una práctica importante en torno a las acciones rescatables, a pesar de que en determinados Estados no está prevista la existencia de esta clase de acciones⁽²⁴⁾. De hecho, incluso, como se ha reconocido por un determinado sector de la doctrina, es precisamente en el Derecho norteamericano donde esta figura ha tenido su origen, configurándose como un instrumento que «facilita

(23) En el *Corporate Law* de los Estados Unidos se observa un menor énfasis en el grado de centralización que el que se da en los Derechos societarios de los países que integran la Unión Europea. No debe olvidarse que cada uno de los cincuenta Estados no solo tiene su propio *Corporation Code*, sino que, además, es plenamente competente para legislar en materia societaria, siempre que no se violen los principios constitucionales relativos al libre comercio y a la libre circulación de mercancías por todos los Estados, sin que hasta la fecha se haya impuesto ninguna Ley Federal sobre sociedades (vid. KARMEL, «Is it time for a Federal Corporation Law?», *Brooklyn Law Review*, 1991, p. 91) y sin perjuicio de reconocer la existencia de algunas Leyes federales importantes como la *Securities Act* de 1933 o la *Securities Exchange Act* de 1934. Una notable característica del Derecho norteamericano viene dada por la enorme flexibilidad que supone el hecho de que la constitución de una compañía mercantil y el consiguiente establecimiento de una actividad empresarial pueden iniciarse libremente en cualquier Estado, de modo que, incluso, la domiciliación de una sociedad en un Estado no es óbice para que se acoja a la legislación societaria vigente en otro distinto, la cual se aplicaría a las *internal affairs of the enterprise*, tales como las relaciones entre socios y administradores, sin que importe que la sociedad no realice actividad empresarial alguna en este segundo Estado (vid. BUXBAUM/HOPT, *Legal Harmonization and the Business Enterprise: Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the USA*, Berlín, 1988, pp. 62 y ss.). Todo esto ha traído como consecuencia que las legislaciones de algunos Estados como Nevada, Wyoming y, muy singularmente, Delaware se hayan trazado como objetivo primordial, y con la idea de animar la creación de empresas, atraer a las sociedades para que establezcan allí sus domicilios. Dicho objetivo, como se manifiesta en CHEFFINS, *Company Law. Theory. Structure and Operation*, Oxford-Nueva York, 1997 pp. 424 y 425, ha exigido una enorme flexibilidad de este Derecho societario que contrasta con la complejidad, extensión y casuística de la legislación societaria del Reino Unido.

(24) Vid. al respecto OLECK, Howard L., assisted by Winifred R. HIGGINS, *Modern corporation law*, v. 3: *Shareholders and third parties*, Indianápolis, 1959, pp. 1 y ss. Un estudio empírico que refleja la disparidad de resultados como consecuencia del ejercicio del rescate en función de la legislación de los diferentes estados puede verse en MAHONEY y WEINSTEIN, «The appraisal remedy and merger premiums», en *American Law and Economics Review*, v. 1, 1999, pp. 239-275.

conversiones forzadas y permite a los administradores emplear la facultad de redención para disciplinar o eliminar a socios no afines o antagonistas»⁽²⁵⁾.

2. Las *redeemable shares* y las *redeemable preferred shares*

En un principio, estas acciones estaban concebidas como títulos que normalmente carecían del derecho de voto. Si no existe una concreta previsión estatutaria al respecto la sociedad no puede redimir (*call*) sus acciones. La Sección 6.01 de la *MBCA* se refiere a ellas expresamente al permitir su creación estatutaria, y de igual modo se pronuncian determinadas leyes societarias de los Estados Unidos⁽²⁶⁾. La previsión estatutaria da vía libre al rescate de acciones que sean privilegiadas⁽²⁷⁾. De todas formas, no debe olvidarse que las estipulaciones estatutarias sobre esta cuestión pueden adoptar un carácter *mandatory* u *optional*. Si se opta por el primero y se configu-

(25) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima...*, cit., p. 52. Desde la amplia perspectiva del fenómeno de la adquisición por la sociedad de sus propias acciones (dentro del cual se engloban las acciones rescatables), frente a la cierta rigidez propia del Derecho del Reino Unido, el Derecho norteamericano se ha caracterizado por una amplia flexibilidad al permitir dicha adquisición o *redemption* a través de la llamada *stock purchase agreement*, con el único límite de que la sociedad no se encuentre en estado de insolvencia, como se apunta en BALLANTINE, *On Corporation*, Chicago, 1946, pp. 603 y ss. Sobre las ventajas que comportan en el Derecho norteamericano las *preferred shares*, en general, puede verse JOHNSON & McLAUGHLIN, «Corporate finance and the Securities Laws», *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht*, v. 15, 2005, p. 525 y ss. y JOHNSON & McLAUGHLIN, *Corporate finance and the Securities Laws*, Aspen, 2006, p. 785.

(26) En la versión revisada de la *MBCA* del año 2002, se advierte (§ 6.01) que *the articles of incorporation may authorized one or more classes of series of shares that... are redeemable or convertible as specified in the articles of incorporations...* Una detallada regulación de las *redeemable shares* puede verse en la sección 402 del *California Corporations Code*. Particular importancia tiene la *Delaware Corporation Law*, dado el gran número de compañías que se acogen a ella. Su § 151 se titula precisamente: *Classes and series of stock; redemption; rights*. En ella se advierte, entre otros extremos, que: *Any stock which may be made redeemable under this section may be redeemed for cash, property or rights, including securities of the same or another corporation, at such time or times, price or prices, or rate or rates, and with such adjustments, as shall be stated in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to subsection (a) of this section.*

(27) En HENN/ALEXANDER, *Laws of Corporations*, West Publishing, St Paul, Minn., 1983, pp. 405 y 406, se expone la problemática que existe respecto de si las acciones ordinarias pueden o no ser objeto de rescate. Se trata, ante todo, de una cuestión de *statutory construction*. En este sentido hay algunas legislaciones en materia societaria, como es el caso del Estado de Massachusetts, que permiten expresamente la recuperación de acciones ordinarias, al igual que ocurre con la § 402 (a) del *California Corporation Code* cuando dispone que una *corporation may provide in its articles for one or more classes or series of shares which are redeemable, in whole or in part, (1) at the option of the corporation...*

Sin embargo, en otras, como ocurre en el Estado de Delaware, tal posibilidad está legal y expresamente prohibida. De todos modos, en aquellas legislaciones en que se faculta el rescate de esta clase de acciones es necesario que los estatutos de la sociedad así lo hayan estipulado. En principio hay que entender que nada obsta al rescate de acciones ordinarias siempre que subsista un remanente de esta clase de acciones que no sean recuperables.

ran estos valores otorgándoles un carácter *mandatory* estaríamos ante la figura conocida como *MRPS*, esto es, *mandatorily redeemable preferred shares*, en las que el emisor se obliga a devolver la suma invertida por el accionista en una fecha futura específicamente establecida⁽²⁸⁾.

En general, el rescate tendrá que ser financiado con fondos legalmente disponibles, quedando prohibido dicho rescate cuando, como consecuencia de él, la sociedad pueda quedar incurso en estado de insolvencia. Igualmente, en términos generales queda prohibida cualquier modalidad de financiación que no sea en dinero líquido⁽²⁹⁾, como ocurriría, por ejemplo, con determinados valores, como es el caso de los *debentures*. Sin embargo, en algunas legislaciones se permite la financiación del rescate con cargo al capital, siempre que se adopten determinadas cautelas.

El precio, plazos, requerimientos y demás extremos relativos a la operación de rescate⁽³⁰⁾ deberían estar recogidos en los estatutos de la sociedad, sin perjuicio de que en las legislaciones de ciertos Estados se regulen específicamente algunas de estas cuestiones⁽³¹⁾.

En términos amplios, las *redeemable preferred shares*, también conocidas como *callable preferred shares*, encierran siempre la idea de la recompra de acciones por la propia sociedad que las ha emitido⁽³²⁾, a instancias de ella misma o de los socios pero, a diferencia de la *repurchase*, en sentido estricto, en el rescate la sociedad adquiere las acciones con sujeción a unas estipulaciones previas contenidas en el *arranged contract*⁽³³⁾. En concreto, y dado que admiten una variada tipología, cabría distinguir entre las *convertible adjustable preferred stocks*, que otorgan a los accionistas un derecho a un dividendo acumulativo, ajustable y determinado de acuerdo con un tipo de interés de referencia; pudiendo ser convertibles a voluntad del accionista o redimibles, a

(28) Vid. LEVI y SEGAL, «The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on Firms' Decision to Issue Hybrid Securities», 2005, en *SSRN*: <<http://ssrn.com/abstract=861685>>, p. 2.

(29) Un caso excepcional se contempla en la § 151 (b) de la *Delaware General Corporation Law*, dado que las acciones privilegiadas pueden ser recuperadas mediante *cash, properties, or rights, including securities of any other corporation*.

(30) Las particularidades que presenta el rescate de acciones privilegiadas pueden ser estudiadas en BUXBAUM, «Preferred Stock-Law and Drafts-manship», *California Law Rev.* 243, pp. 266-268.

(31) Así, por ejemplo, la § 509 del *California Corporation Code*. Se advierte, asimismo en HENN/ALEXANDER, cit., p. 407, que las previsiones estatutarias pueden referirse a la creación de un fondo para financiar el rescate o, en su caso, la compra de las acciones.

(32) CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1996, p. 625, especifica que puede otorgarse al socio el derecho a que venda las acciones a la emisora con sujeción a previas estipulaciones estatutarias.

(33) Así, en CLARK, *Corporate...*, cit., p. 625, se nos ilustra sobre este punto explicando que las estipulaciones estatutarias que definen las características de una clase particular de acciones privilegiadas pueden especificar, por ejemplo, que en cualquier momento después de transcurridos cinco años de la fecha de emisión de tales acciones la sociedad tendrá el derecho de comprarlas a un precio igual al 110% del valor de las acciones. Una compra sujeta a tales condiciones constituye una *redemption*, por lo que estas acciones se denominarían *redeemable or callable preferred shares*.

instancia de la emisora. Esta característica de convertibilidad puede resultar extremadamente interesante en nuestro Derecho si, por vía de pacto estatutario, así se especifica con carácter previo a la emisión en orden a solventar algunas cuestiones como, por ejemplo, la pérdida de la emisora de su condición de cotizada. También cabe distinguir las denominadas *convertible exchangeable preferred stocks*, que se caracterizan por que combinan la facultad del socio de conversión en acciones ordinarias con la opción de la sociedad emisora de redimir las acciones preferentes mediante la conversión obligatoria en títulos de deuda, otorgando a la sociedad la posibilidad de beneficiarse con las variaciones a la baja del tipo de interés.

Desde la perspectiva del socio titular de acciones ordinarias, las *redeemable preferred shares* no tienen por qué equipararse a una especie de deuda a largo plazo, dado que se mantiene la importante diferencia según la cual el derecho al dividendo no tiene carácter absoluto ni es equiparable en tal sentido al interés propio de la deuda representada en bonos. En tal sentido, parece que los inversores de ese mercado no perciben realmente las *redeemable preferred stocks* como *debt* ⁽³⁴⁾. Las mismas razones que justifican que los Administradores deseen pagar y cancelar la *long term debt* cuando la sociedad esté en condiciones financieras de hacerlo son las que también sirven de fundamento para que los Administradores deseen igualmente rescatar las acciones redimibles ⁽³⁵⁾. Desde otra perspectiva se ha comentado que estas acciones permiten a la sociedad liberarse de la carga de un *fixed dividend that is analogous to interest*, en la inteligencia de que si la emisora obtiene financiación más barata o ya no precisa los recursos procedentes de los titulares de acciones redimibles, liberarse de esa carga financiera constituye un objetivo lógicamente deseable ⁽³⁶⁾. Está claro, sin embargo, que desde un punto de vista contable y económico-financiero tales valores configurados como *MRPS* se han calificado como valores de naturaleza híbrida, con respecto de los cuales tanto la *Financial Accounting Standards Board (FASB)* como la *International Accounting Standards Board (IASB)* se han cuestionado la conveniencia de si deben ser calificados como deuda o como renta variable ⁽³⁷⁾.

⁽³⁴⁾ Así, MURPHY, *Market perceptions of redeemable preferred stock: debt versus equity classification*, Dissertation Abstracts I-A 57/01. Universidad de Kentucky, 1996, p. 314.

⁽³⁵⁾ Se afirma en CLARK, *Corporate...*, cit., p. 626, que existe otra razón de peso que abona el argumento a favor del rescate de las redimibles, y que consiste en que los dividendos pagados a los titulares de *preferred stock*, a diferencia de lo que ocurre con las obligaciones o bonos, no pueden ser deducidos a efectos fiscales. De hecho —según se apunta—, la suma total de *preferred stock* emitidas en la economía norteamericana es muy pequeña en relación con las acciones ordinarias existentes y con la emisión de *debt securities*. Respecto de las repercusiones contables en la emisión y rescate de acciones redimibles vid. CLARK, *Corporate...*, cit., pp. 636 y 637.

⁽³⁶⁾ Así se sostiene en SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad Anónima...*, cit., p. 53.

⁽³⁷⁾ Las claves para entender cómo operan los mecanismos de fijación del *fair value* para los instrumentos financieros desde el análisis económico financiero pueden verse en ALEXANDER y ARCHER, *Miller International Accounting / Financial Reporting Standards Guide*, CCH Tax and Accounting, 2006, p. 16.03.

C) Breve referencia a la regulación de la figura en el Derecho canadiense

Al margen del Derecho norteamericano, la institución también está reconocida y regulada en el Derecho canadiense, donde se conoce con la denominación de *redeemable* o *retractable preferred shares*, pues normalmente son privilegiadas⁽³⁸⁾. Al margen de las Leyes específicas de los Estados canadienses, su regulación ya estaba prevista, básicamente, en la *Canada Corporations Act*, de 1970. Bajo el epígrafe «Acciones privilegiadas y acciones con derechos especiales», sus artículos 61 a 64 contemplaban con cierto detalle esta clase de títulos⁽³⁹⁾. Por su parte, la *Canada Business Corporations Act* de 1985 acoge en su artículo 36 la posibilidad de rescatar acciones y sus limitaciones⁽⁴⁰⁾. Estas se caracterizan porque facultan a su titular, como es habitual en estas acciones, a pedir el reembolso de su valor, más la prima que eventualmente se reconozca, en una fecha determinada, no más allá, en la práctica de ese país, de cinco o seis años desde su emisión, aunque también caben los períodos escalonados de rescate. El rescate puede configurarse como una opción que se concede al titular de la acción rescatable o como una facultad que se reserva la sociedad, vía estatutaria, para acordar la amortización anticipada de las *retractable preferred shares*. Por tal razón el artículo 2 de la *Canada Business Corporations Act* aclara que la sociedad puede *purchase or redeem on the demand of the corporation, or that the corporation is required by its articles to purchase or redeem at a specified time or on the demand of a shareholder*.

De este modo, en el texto estatutario y en las condiciones de la emisión se suelen contener las especificaciones concretas acerca de cómo ha de comunicarse al público y terceros, en general, la fecha del rescate, el procedimiento de reembolso y el precio del rescate que, no sólo puede ser fijado de antemano en las condiciones del

⁽³⁸⁾ La doctrina ha especulado con diferentes hipótesis acerca de la incidencia práctica de las *redeemable preferred shares* en el mercado de valores canadiense; en tal sentido puede consultarse WARSAME, *Tax planning and financial reporting costs: a study of the canadian market for redeemable preferred shares*, Universidad de Calgary, Dissertation Abstracts I-A 57/01, 1996 (ISBN 0-612-0437-3), p. 316.

⁽³⁹⁾ La declaración general se contiene en el artículo 62 (1) de la *Canada Corporations Act* de 1970, donde se especifica que: *A company may, subject to subsection (2), purchase for cancellation or redeem any class of fully paid preferred shares of the company in respect of which the letters patent or supplementary letters patent provide a right in favour of the company to redeem or to purchase the shares for cancellation, otherwise than out of capital, if the purchase or redemption is made in accordance with the provisions of the letters patent or supplementary letters patent* (cfr. <<http://laws.justice.gc.ca/en/C-1.8/index.html>>). Incluso, la *Canada Cooperatives Act*, de 31 de marzo de 1998, también contiene algunas previsiones sobre la materia en sus artículos 11, 146, 147 y 149.

⁽⁴⁰⁾ En la *Canada Business Corporations Act* (R.S., 1985, c. C-44) se regulan las acciones rescatables desde un punto de vista sistemático como un supuesto de adquisición de acciones propias (*Acquisition of corporation's own shares*) y el artículo 36, que se refiere a la *Redemption of shares*, dispone: *(1) Notwithstanding subsection 34(2) or 35(3), but subject to subsection (2) and to its articles, a corporation may purchase or redeem any redeemable shares issued by it at prices not exceeding the redemption price thereof stated in the articles or calculated according to a formula stated in the articles.*

acuerdo, sino que también es posible el establecimiento de una fórmula contenida en los estatutos⁽⁴¹⁾.

Por otra parte, al igual que ocurre en el Derecho Norteamericano en materia de acciones rescatables, desde el punto de vista del análisis económico-financiero también se plantean problemas de calificación de estos valores a la hora de determinar el riesgo de solvencia (*risk adjusted capital*), aceptándose de modo generalizado la sujeción a los *generally accepted accounting principles*, según los criterios contables establecidos por la *Federal Accounting Standards Advisory Board*⁽⁴²⁾, por lo que las *retractable shares or mandatorily redeemable shares* deben ser clasificadas en términos generales como deuda, salvo contadas excepciones, lo cual implica que su valoración ha de referirse a la *redemption amount*⁽⁴³⁾.

D) La caracterización de las *redeemable shares* en el *English Company Law*

1. Introducción

A pesar de las notables diferencias que, en general, posee el Derecho del Reino Unido respecto del Derecho continental europeo y de su sistema de *legal jurisdictions*, el estudio de la figura obliga a tomar en consideración la normativa inglesa sobre la cuestión que venimos tratando⁽⁴⁴⁾. En efecto, la referencia al Derecho societario del Reino Unido viene motivada por un doble orden de consideraciones. De un lado, la aproximación al concepto y naturaleza de la institución exige que en el enfoque de la cuestión no se pierdan de vista los orígenes de las acciones redimibles en el tiempo y en el espacio. De otro, porque no cabe dudar que el Derecho comunitario, a la hora de establecer la regulación de las acciones redimibles en la Segunda Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976, ha tomado como punto de referencia la tradición y

(41) Ante la posibilidad de que la sociedad careciere de fondos para financiar la amortización de las acciones redimibles, los estatutos suelen prever la creación de un depósito en poder de la sociedad emisora para proceder a un rescate periódico; cfr. McCORMICK & CREAMER, *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*, Londres, 1987, pp. 35 y ss.

(42) Vid. al respecto los *standards* en <<http://www.fasab.gov/standards.html>>.

(43) En tales términos se vienen pronunciando ciertas firmas auditoras profesionales (*A New Accounting Standard - What You Thought Was Equity Might Be a Liability*, en <www.kpmg.ca/en/services/enterprise/issuesFinancingRetractableShares.html>), lo que es consecuencia de la incorporación en Canadá de los *International Financial Reporting Standards* y de su aplicación por la *Canadian Institute of Chartered Accountants*. Sobre esta problemática cfr. ANTILL y LEE, *Company Valuation under IFRS, Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards*, Harriman House Limited, 2005, p. 56.

(44) Dentro del Reino Unido, como se advierte en MAITLAND-WALKER, «Classification of Business Organisations», en *Guide to European Company Laws*, Londres, 1997, p. 549, existen tres *legal jurisdictions* distintas: Inglaterra y el País de Gales, Escocia e Irlanda del Norte. No obstante, los principios de Derecho societario y la mayoría de la legislación son comunes.

normativa inglesa, pioneras en el entorno europeo en materia de acciones rescatables⁽⁴⁵⁾, por lo que cabe deducir que, a su vez, las disposiciones que en su día estaban contenidas en la Sección Sexta del Capítulo IV de la LSA de 1989, hoy ya derogada, han de buscar y encontrar un firme criterio interpretativo en la regulación contenida en dicha norma comunitaria. Ambas constituyen, pues, poderosas razones que aconsejan detener nuestra atención en la regulación anglosajona.

2. Justificación y ventajas

En realidad, las características inusuales de las acciones redimibles han motivado que en el ámbito del Derecho anglosajón, en general, las Leyes societarias dediquen especial atención a la figura y, en particular, la *Companies Act* no sólo no ha sido una excepción al respecto, sino que establece una regulación amplia, casuística y detallada sobre esta cuestión.

A la hora de traer a colación las bondades o virtudes de las *redeemable shares* conviene destacar que la doctrina extranjera ha apuntado que, en la práctica, la emisión de acciones rescatables puede llegar a constituir una estrategia interesante para muchas sociedades, dado que ello es factible dentro del específico marco legal anglosajón y, de hecho, la intencionalidad de la Ley inglesa articula este instrumento como un medio para fomentar la inversión en el sector de la pequeña empresa⁽⁴⁶⁾. Por tanto, desde una perspectiva general, tales valores permiten a una sociedad obtener una inyección de capital cuando sea necesaria y, con posterioridad, son susceptibles de ser amortizados cuando la situación financiera de la entidad haya mejorado⁽⁴⁷⁾. Precisamente porque, al menos aparentemente, tales acciones ofrecen una posibilidad de recuperación segura o de retorno de la inversión realizada, se ha pensado que son un señuelo para atraer inversores allí donde las condiciones del mercado hacen de las acciones ordinarias un producto relativamente poco atractivo⁽⁴⁸⁾. Se ha apuntado, igualmente, que, de este modo, en las sociedades cerradas los miembros de un grupo familiar, en un determinado momento, pueden disponer de la posibilidad de rescatar las *equity investment* y, con ellas, dejar de compartir el control de la sociedad con otros

(45) No debe olvidarse, como tendremos ocasión de comentar infra, que, al tiempo de elaboración de la Segunda Directiva estaba en vigor en Reino Unido el artículo 58 de la CA de 1948, que permitía a las sociedades limitadas por acciones emitir, si así se autorizaba en sus estatutos, acciones privilegiadas que pudieran ser rescatadas por la sociedad. Vid. sobre la cuestión VENTURA, *Estudios Varios sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra, 1992, p. 456.

(46) Así, ANDERSON y KEENAN, «Redemption and purchase of own shares», *Accountancy* (ISSN: 001-4664), 1987, p. 90.

(47) Cfr. COURTNEY, *The Law of Private Companies*, Dublín, 2002 (reimpresión 2003), p. 938.

(48) Vid. por todos BERNS/BARON, *Company Law and Governance. An Australian Perspective*, Oxford-Auckland-Nueva York, 1998, p. 333.

socios ajenos a dicho grupo⁽⁴⁹⁾. Tampoco han pasado inadvertidas para la doctrina anglosajona las ventajas que estos valores reportan a los empleados titulares de acciones redimibles de una sociedad, desde el momento en que constituyen un vehículo que facilita su recompra por la emisora cuando se produzca la cesación de la relación laboral⁽⁵⁰⁾. Estos valores son preferibles a las obligaciones como medio de garantizar financiación, dado que las sociedades no pueden repartir dividendos cuando tienen pérdidas, sin perjuicio de reconocer, desde luego, que tales dividendos son acumulables para el caso de que se emitan acciones privilegiadas.

En efecto, desde la perspectiva del *Corporate Law* las *redeemable preference shares* encuentran una importante justificación práctica en el hecho de que pueden ser un sustituto idóneo de las obligaciones, dado que encierran en su seno similares características a estas últimas. Particularmente hay dos notas que son significativas. se trata de acciones que son rescatables transcurrido un cierto lapso temporal y sus titulares son acreedores de un interés fijo determinado⁽⁵¹⁾. A ello hay que añadir que son instrumentos útiles para permitir a una sociedad soslayar los límites de endeudamiento (*limits on borrowing*) contenidos en la escritura de constitución o en los estatutos. De este modo, si una sociedad desea obtener recursos financieros adicionales más allá de lo autorizado por el *memorandum* o por los *articles* el expediente más sencillo y efectivo puede ser la emisión de estos valores, antes que intentar obtener o forzar las mayorías reforzadas exigidas y necesarias en orden a la modificación del texto estatutario.

Por otra parte, sin embargo, el valor que las acciones redimibles posee para los potenciales inversores queda siempre limitado por el porcentaje fijo de dividendo que se perciba (*fix rate of dividend*) y por el hecho de que los privilegios o ventajas que se

(49) Así, ANDERSON y KEENAN, «Redemption...», cit., p. 90, y SMITH & KEENAN, *Company Law for Students*, Londres, 1994, p. 117.

(50) Cfr. NORTHEY & LEIGH'S, *Introduction to Company Law*, Londres, 1983, p. 291, y FOX/BOWEN, *The Law of Private Companies*, Londres, 1991, p. 151.

(51) Esta particularidad de la «rescatabilidad» se significa especialmente en FARRAR, *Company Law*, cit., pp. 184 y 185, donde se reflexiona acerca de la posibilidad de que, cuando una sociedad emite acciones rescatables, lo hace previendo que los nuevos accionistas lo serán por un período de tiempo predeterminado, con lo que la compañía podrá utilizar unos recursos financieros durante el plazo previsto y, a su vez, los socios cuyos títulos serán recuperados también son conscientes de esa limitada vinculación temporal a la sociedad. En la creación de la figura por el legislador inglés con sus actuales perfiles a principios de los años ochenta tuvo mucho que ver la idea según la cual la pequeña empresa dominada por un grupo familiar podía obtener una inyección de capital sin que por ello se perdiera el control de la sociedad en manos de terceros. A su vez, estos terceros podrían tener un interés no desdeñable en suscribir acciones cuya adquisición, de otro modo, no resultaría fácil en el mercado (*not easily marketable*) con la ventaja, además, de que solo asumirían un riesgo durante el lapso temporal predeterminado.

otorguen operan solo respecto de las acciones ordinarias⁽⁵²⁾, pero no respecto de las obligaciones de la sociedad. Una particular desventaja podría derivar del uso excesivo de este tipo de acciones, ya que invariablemente conducirá a una notable disminución del patrimonio, lo cual colocaría a la compañía en una situación financiera que podría ser especialmente crítica en momentos de adversidad económica⁽⁵³⁾.

3. Régimen legal

a) Concepto

Si nos centramos concretamente en la órbita del Derecho de sociedades del Reino Unido, de acuerdo con la regulación positiva que nos ofrece este ordenamiento, se define la *redeemable share* como aquella acción respecto de la cual la sociedad tiene derecho a comprarla al accionista, o bien éste puede requerir a la sociedad para que se la compre, de acuerdo con los términos y condiciones que, generalmente, se estipulan en los estatutos de la sociedad⁽⁵⁴⁾. En este sentido, si así está previsto en los estatutos de una *public company limited by shares*⁽⁵⁵⁾, se podrán emitir acciones de cualquier clase para que sean rescatadas en una fecha o plazo determinados o cuando concurren determinadas circunstancias previamente establecidas. La *private company* no requiere autorización estatutaria para la emisión de acciones rescatables⁽⁵⁶⁾. También podrá operar el rescate a opción de la sociedad o de los accionistas titulares de esta clase de acciones en un día determinado o, incluso, en cualquier momento⁽⁵⁷⁾.

(52) Ha de advertirse que en el Derecho anglo-norteamericano, normalmente, a excepción del Derecho societario del Reino Unido, como se estudiará infra, solo las acciones preferentes pueden emitirse con el carácter de rescatables.

(53) En BERNS/BARON, *Company Law...*, cit., p. 333 (nota 48), se explica que para el supuesto de que una sociedad no pueda rescatar sus acciones redimibles cuando se cumpla el plazo del rescate, de modo que tampoco pueda persuadir a los titulares de dichas acciones para que sus títulos sean «convertidos» canalizándolos hacia otras formas de financiación (*convert shares to another form of finance*), probablemente la única salida factible sea la liquidación de la sociedad, lo cual entra en colisión directa con los intereses de los acreedores. Ante tales circunstancias, dado el silencio que guardan sobre este punto las *Corporation Laws* en general, se sugiere que deberían ser los propios Tribunales los que defendieran los intereses de los acreedores.

(54) Cfr. GOWER, *Principles of Modern Company Law*, Londres, 1992, p. xci y FARRAR, *Company Law*, Londres, 1998, p. 230.

(55) La *Section 684 CA* no prevé que una *company limited by guarantee* —que carece de accionistas o de un capital dividido en acciones— pueda emitir acciones rescatables.

(56) Así se infiere de los términos en que se expresa la *Section 684 (2) CA*.

(57) Cfr. PENNINGTON, *Company Law*, Londres, 1990, pp. 188 y 189.

b) Antecedentes

En realidad, la doctrina inglesa estudia la figura como un supuesto de excepción a la norma general según la cual queda prohibida, en principio, la adquisición por la sociedad de sus propias acciones⁽⁵⁸⁾.

El reconocimiento legal de las *redeemable shares* se produce con la *Companies Act* de 1929, al amparo de la cual se introdujo un procedimiento mediante el cual el rescate podía operar sin necesidad de reducción del capital⁽⁵⁹⁾. En 1979 el informe provisional elaborado por el *Wilson Committee's* sobre financiación de la pequeña empresa había recomendado que también se le permitiera a las pequeñas compañías la emisión de acciones redimibles, dado que, de acuerdo con la *Section 58* de la *Companies Act* de 1948, sólo las acciones privilegiadas podían ser emitidas con el carácter de redimibles⁽⁶⁰⁾ y la prima del rescate debía efectuarse con cargo a una partida especial del balance creada *ad hoc*. Posteriormente, en el informe emitido por el profesor Gower a instancias del Gobierno relativo a la adquisición por una compañía de sus propias acciones, se destacaba una serie de ventajas que para las *private companies* suponía la adquisición de sus propias acciones, dentro de los esquemas del Derecho societario del Reino Unido. Así, por ejemplo, se advertía que había casos en que era conveniente que las acciones de un determinado socio de la compañía fueran compradas, pero resultaba que el resto de los socios carecía de los fondos necesarios para ello. En tal supuesto podía ocurrir que aquel socio vendiera su paquete a terceros. Sin embargo, tal situación era susceptible de ser evitada, ya que la adquisición de las propias acciones por la sociedad representaba un mecanismo merced al cual se facilitaba el control de la sociedad por un grupo familiar (tal y como adelantamos anteriormente) o de otro carácter.

(58) Vid. MAYSON/FRENCH/Ryan, *Company Law*, Londres, 1998-99, p. 297. En 1887, con ocasión del caso *Trevor v. Withworth* la *House of Lords* sostuvo que ninguna sociedad podía comprar sus propias acciones, aunque estuviese específicamente facultada para ello en su escritura de constitución, porque ello comportaría una reducción de capital, dado que con la compra de acciones estas quedarían anuladas, sin que ningún contravalor entrara en el patrimonio social. Parte de los activos de la sociedad se desviarían a favor de los accionistas (precio de compra de las acciones), con el consiguiente perjuicio para los acreedores. Estas restricciones no operaban, sin embargo, cuando las acciones se entregaban a un *nominee* en representación de la sociedad, como se admitió en el caso *Kirby v. Wilkins*, en el año 1929, porque en tales circunstancias las acciones no quedaban amortizadas y ningún activo era empleado en su adquisición. Además, los Tribunales siempre reconocieron a la sociedad la posibilidad de amortizar las acciones de aquellos accionistas que no satisfacían los dividendos pasivos, ya que no existía ningún perjuicio para los acreedores y sí una ventaja para los demás accionistas que veían realizada su posición por la reducción en número de aquellos que potencialmente estaban legitimados para participar en el reparto del patrimonio social, así como de los beneficios. A partir de la *Companies Act* de 1980 se permitieron numerosas excepciones a esta regla, sin perjuicio de que, con anterioridad, la *Companies Act* de 1929 admitiera la figura de la acción recuperable; vid., GOWER, *Principles...*, cit., pp. 212 y 213.

(59) Téngase en cuenta que ya en 1926 el *Greene Committee* había recomendado la posibilidad de emisión y rescate de acciones redimibles privilegiadas.

(60) Cfr. FOX/BOWEN, *The Law...*, cit., p. 150.

Con la *Companies Act* de 1981 se permitió a las sociedades (tanto si se trataba de *private or public companies*) emitir acciones recuperables de cualquier clase⁽⁶¹⁾, ya fueran acciones privilegiadas u ordinarias (*equity shares*), así como comprar sus propias acciones, con sujeción a ciertas salvaguardas, sin que las *private companies* constituyeran una excepción a determinadas previsiones en esta materia⁽⁶²⁾.

c) Principios configuradores de las *redeemable shares* en la *Companies Act* de 2006

a') Emisión y condiciones del rescate

La regulación de esta materia estaba contenida hasta hace bien poco tiempo en las *Sections* 159 y siguientes de la CA de 1985⁽⁶³⁾; sin embargo, tras la reciente reforma introducida al amparo de la CA de 2006 la nueva normativa, algo más sistemática, está recogida en sus *Sections* 684 a 689 y 709 a 723, habiéndose previsto una entrada en vigor de modo gradual del texto legal a partir de 2007⁽⁶⁴⁾.

Existe un principio general relativo a la prohibición de suscripción de las propias acciones que sigue en vigor para las *limited companies*⁽⁶⁵⁾. Excepcionalmente la *Sec-*

(61) Sobre la tipología de las clases de acciones y su contenido de derechos en este ordenamiento vid. POUTIANEN, «Shareholders and Corporate Governance», *European Business Law Review*, marzo-abril, 2001, p. 71. En la doctrina se ha destacado la ausencia de razones económicas que justificaran la tardanza de la reforma de 1981 respecto de la emisión de acciones recuperables de cualquier clase, como se pone de manifiesto en BURGESS, *Corporate Finance Law*, Londres, 1992, p. 323.

(62) Vid. NORTHEY & LEIGH, *Introduction to...*, cit., p. 291.

(63) En su momento dicha Ley fue objeto de numerosas modificaciones puntuales; así, la *Section* 161 de la CA 1985 fue derogada por la *Section* 148 de la *Finance Act* de 1988, y la última redacción de la *Section* 159(A) CA 1985 fue debida a la *Section* 133 de la *Companies Act* de 1989. Esta normativa fue alterada varias veces más hasta llegar a la situación actual. Cfr. el repertorio legislativo contenido en BUTTERWORTHS, *Company Law*, Londres, 1993, p. 687. La nueva reforma del Derecho societario del Reino Unido es fruto de una iniciativa que ha correspondido al Ministerio de Comercio e Industria, que anticipó sus principales directrices en un texto que llevaba por título *Modern company law: For a competitive economy: The Strategic framework*, A consultation document from the Company Law Review Steering Group, Department of Trade and Industry, February 1999 [URN 99/654] (vid. <<http://www.dti.gov.uk/files/file23279.pdf>>) y que, en principio, no parece afectar al régimen legal de las *redeemable shares*. El seguimiento de tal iniciativa pudo ser estudiado puntualmente en <<http://www.parliament.uk/commons/lib/research/rp2006/rp06-030.pdf>>.

(64) Sobre la entrada en vigor de esta Ley vid. <http://www.opsi.gov.uk/si/si2007/pdf/uk-si_20072194_en.pdf>.

(65) Vid. *Section* 658 CA, que acoge la *general rule against company acquiring own shares*, salvo, naturalmente, las excepciones reconocidas en la propia *Section* 659 CA.

tion 684 CA determina que toda *public limited company* ⁽⁶⁶⁾, si así se contempla en sus respectivos estatutos, puede emitir acciones que tengan que ser rescatadas o estén sujetas a rescate, sin que la norma inglesa establezca un tope máximo ni mínimo en la emisión de esta clase de acciones. La vigente regulación en la materia parece dar a entender que las *private companies* pueden emitir estas acciones aun sin contar con la previa autorización estatutaria. Sólo pueden existir tales títulos si la sociedad, a su vez, ya ha emitido acciones que no posean la característica de ser redimibles [*Section 684 (4) CA*] ⁽⁶⁷⁾. Las *redeemable shares* han de estar liberadas, razón por la cual la *CA* insiste en que tales valores no pueden ser rescatados en tanto no cumplan el requisito del íntegro desembolso ⁽⁶⁸⁾. Los administradores gozan de un cierto margen de autonomía para fijar los términos y condiciones del rescate, que deberán formularse antes de la adjudicación de las acciones y dentro de los límites estatutarios o que se fijen por acuerdo social, de modo que en todo aquello para lo que los administradores no cuenten con autorización los *terms, conditions and manner* del rescate han de quedar determinados en los estatutos sociales, según reconoce la *Section 685 (4) CA*. La suma que se pague para verificar el rescate debe realizarse en el momento mismo del rescate, salvo que otra cosa se acuerde con los titulares de acciones rescatables [*Section 686 (2)*]

⁽⁶⁶⁾ Aunque el precepto legal se refiera literalmente a las *companies limited by shares* o a las *companies limited by guarantee*, que tengan su capital dividido en acciones, en realidad, como se reconoce en FOX/BOWEN, *The Law...*, cit., p. 151, la *Section 159* comprende a todas las *public or private companies*. La definición de lo que constituye una *private company* se extrae necesariamente de su relación con el concepto de *public company*. Así, en PRIME & SCANLAN, *The Law of Private Limited Companies*, Londres, 1996, pp. 1 y 5, se aclara que la *public company* es una sociedad de responsabilidad limitada con un capital dividido en acciones, en cuyo acto constitutivo se especifica que se trata de una *public company* inscrita como tal, de acuerdo con los términos de la *Companies Act* de 1985. Se trata de un tipo de sociedad que sirve de medio o vehículo para la inversión pública. Hay dos notas que caracterizan particularmente a las *private companies*: a) No tiene necesariamente que recurrir al mecanismo de la suscripción pública de sus acciones ni a la emisión de obligaciones (*Section 170* de la *Financial Services Act* de 1986), por lo que la obtención de recursos financieros se reconduce al limitado círculo de personas que se relacionan con los fundadores o administradores de la sociedad. b) Sus acciones no se negocian en ningún mercado secundario oficial. Se trata de sociedades que suelen carecer de liquidez, siendo extremadamente complicado que un socio pueda disponer de su interés en la sociedad, de manera que, por otra parte, la circulación de acciones está normalmente sujeta a cláusulas restrictivas a su libre transmisibilidad. Sobre estos extremos cfr. con más detalle SCOTT SLORACH y ELLIS, *Bussines Law*, Londres, 2000, p. 42, y KEENAN y RICHES, *Bussines Law*, Londres, 2002, p. 116. Para el caso particular del Derecho irlandés y su prominencia en ese ordenamiento vid. COURTNEY, *The Law...*, cit., p. 1.

⁽⁶⁷⁾ De no existir dicha norma podría ocurrir que todas las acciones de la sociedad tuvieran el carácter de redimibles, con lo que al rescatarse todas ellas podría darse la paradoja, tal y como se alude en SMITH & KEENAN, *Company Law...*, cit., p. 117, según la cual existiría un *board of directors with no members*. Vid. idem NORTHEY & LEIGH, *Introduction to...*, cit., p. 292, y BOYLE & BIRD, *Company Law*, Bristol, 2004, p. 189.

⁽⁶⁸⁾ Así la *Section 686 CA* advierte que las *redeemable shares in a limited company may not be redeemed unless they are fully paid*. En este sentido no debe olvidarse, como se recuerda en SMITH & KEENAN, cit., p. 118, que es el *issued capital* y no el *paid up capital* el que juega como cifra límite de garantía o tope para los acreedores, razón por la que debe ser aquél y no éste restituido o reemplazado.

y (3)], con lo que se ha alterado bastante el régimen anterior, que era un poco más casuístico y que preveía que el precio del rescate debía estar especificado en los estatutos o, en todo caso, debía determinarse de acuerdo con los requisitos contenidos en la norma estatutaria, si bien ésta no podía establecer que la fijación de tal suma quedara condicionada al criterio o arbitrio de un tercero (*by reference to any person's discretion or opinion*).

El rescate debe efectuarse mediante el pago de una suma en efectivo o metálico. Ello significa que cualquier disposición estatutaria que dispusiera que el rescate se realizara de otro modo o mediante la emisión de nuevas acciones a elección de la sociedad o de cualquier accionista o grupo de accionistas titulares de este tipo de acciones sería nula⁽⁶⁹⁾.

La operación de rescate podrá hacerse con cargo a beneficios distribuibles de la sociedad o con cargo al producto obtenido como consecuencia de una nueva emisión de acciones, que se acuerde para tal fin⁽⁷⁰⁾. Si, como consecuencia de la compra, se prevé el desembolso de una prima en favor de los accionistas, ésta sólo podrá descontarse de sumas o beneficios repartibles⁽⁷¹⁾. Para el caso de que la financiación de la prima provenga, a su vez, de las primas obtenidas en virtud de una nueva emisión de acciones, la *Section 687 (4) (a) y (b) CA* establece ciertos límites cuantitativos en función del importe total de primas obtenidas por la emisión y de la dotación de una partida especial del balance denominada *company's share premium account*, con lo que se pretende, en definitiva, que las primas del rescate no superen los premios de emisión de la nueva serie. Tal medida, así como las anteriores, no tiene otra justificación que la de proteger los recursos propios de la sociedad en garantía de acreedores, como se ha puesto de manifiesto en la doctrina especializada⁽⁷²⁾, y encuentra una gran similitud con las normas contenidas en los apartados d) y g) del artículo 39 de la Segunda Directiva en materia de sociedades.

De la regulación positiva de la figura en la *CA* parece desprenderse que este tipo de valores se caracteriza específica y básicamente por ser unos títulos cuya emisión ha de estar prevista y predeterminada en los estatutos y, fundamentalmente, por tener una vocación de ser rescatados para su amortización, como consecuencia fatal de responder a una aportación societaria *ad tempus*. La *redemption* opera con una gran autonomía, únicamente circunscrita a los límites que impongan los *company's articles* y los preceptos de la *CA*.

⁽⁶⁹⁾ Vid. *Section 687 CA*. Sin embargo, parece abrirse la posibilidad de que pueda ser satisfecho en especie, tal y como se infiere del caso *BDG Roof-Bond Ltd v. Douglas* [2000] 1 *BCLC* 401, que expresamente se refiere a la recompra de acciones mediante pago en *specie or kind*, sobre la base de una previsión estatutaria.

⁽⁷⁰⁾ Vid. *Section 687 (2) (a) y (b) CA*.

⁽⁷¹⁾ SCHMITTHOFF, *Palmer's Company Law*, I, Londres- Edimburgo, 1987, p. 531.

⁽⁷²⁾ Vid., ANDERSON y KEENAN, «Redemption...», cit., p. 90.

b') Amortización de títulos y reducción del capital en la operación de rescate

a") Amortización de títulos

Una vez producido el rescate los títulos quedan amortizados, de modo que el capital emitido por la sociedad se reduce en la misma proporción, si bien la cifra del «capital nominal» permanece intacta⁽⁷³⁾.

Si las acciones son recuperadas con cargo a beneficios procedentes de una nueva emisión de acciones el capital emitido reemplazará al «capital redimido», y si cualquier porcentaje o porción de los ingresos procedentes de la nueva emisión se emplea para financiar la prima de rescate debe operarse paralelamente la correspondiente reducción en la «cuenta de primas por acciones de la sociedad» (*company's share premium account*), a fin de que queden contablemente asentadas en el balance las sumas que en concepto de primas de rescate la sociedad ha pagado⁽⁷⁴⁾. En consecuencia, si la financiación del rescate, como puede observarse, se deriva de las sumas procedentes de una nueva emisión, la cifra de capital permanece inmutable, dado que los títulos cancelados o amortizados son automáticamente sustituidos por los nuevamente emitidos.

De otro lado, si el rescate de las acciones redimibles se hace con cargo a beneficios distribuibles, la cifra con arreglo a la cual debe disminuirse el «capital emitido» ha de ser transferida desde los beneficios o desde las «reservas que reflejen los ingresos» (*revenue reserves*) a una cuenta especial de la reserva de redención del capital conocida como *capital redemption reserve*⁽⁷⁵⁾, que sólo puede ser disminuida en la misma proporción que la cifra de capital emitido. La finalidad perseguida no es otra que la protección a los acreedores, ya que éstos continúan gozando de las mismas garantías, puesto que las sumas detraídas de la cuenta del *called up capital* les son devueltas a través de la *capital redemption reserve*⁽⁷⁶⁾. En consecuencia, el capital de la sociedad

(73) Así, en PENNINGTON, *Company Law*, cit., p. 189, en consonancia con la *Section 688 CA*, se nos explica este extremo del siguiente modo: *Shares are treated as cancelled when they are redeemed, and so the company's issued and paid up share capital [but not its nominal capital (or authorized capital)] are correspondingly reduced*. Vid. item SMITH & KEENAN, *Company Law...*, cit., p. 118.

(74) Vid. *Section 687 (5) CA*, en donde se contienen ciertas normas encaminadas, en último término, a reforzar la protección del interés de los acreedores, o como se dice literalmente en SMITH & KEENAN, *Company Law...*, cit., p. 118, *to tighten protection for creditors on a redemption*.

(75) La *Section 733 CA* prevé la creación de la *capital redemption reserve* tanto para el caso de rescate de acciones recuperables como para la adquisición de las propias acciones, cuando la financiación proceda de una nueva emisión o del empleo de beneficios.

(76) Vid. BERNS/BARON, *Company Law...*, cit., p. 333 (nota 47), quienes insisten en que, de otro modo, esos beneficios serían distribuidos como dividendos.

se mantiene intacto, dado que esta reserva que venimos comentando no puede ser aplicada al pago de dividendos⁽⁷⁷⁾.

Para el supuesto de que los ingresos que procedan de la nueva emisión de acciones se destinen al rescate de las *redeemable shares*, pero el total del valor nominal de las nuevas acciones sea inferior al de las redimibles, la diferencia entre el valor nominal global de las nuevas acciones y el valor nominal total de las acciones redimibles debe ser transferido a la *redemption reserve*, de modo que los beneficios de la sociedad o las sumas correspondientes a las *revenue reserves* deben reducirse en la misma proporción.

De acuerdo con las previsiones de la *Section 733 CA* también es posible que las sumas consignadas en la *capital redemption reserve* se transformen en *capital share* de la sociedad y que dichas sumas se destinen a satisfacer el valor nominal correspondiente a una nueva emisión de acciones totalmente desembolsadas que se distribuirían entre los socios como acciones gratuitas (*bonus shares*) al tiempo en que se haga dicha emisión. En este caso la reserva no tendría que constituirse o, incluso, podría deshacerse, porque con cargo a ellas se distribuirían esas acciones gratuitas.

Con anterioridad a la actual reforma, si las acciones redimibles eran rescatadas con cargo a productos procedentes de una nueva emisión, la sociedad podía emitir las nuevas acciones dentro de los límites de su *nominal capital*, como si las rescatables no hubieran sido nunca emitidas [*Section 160 (5) CA 1985*], a no ser que la suma de los valores nominales de la nueva emisión fuera superior al representado por las acciones objeto de rescate y la sociedad no tuviera suficiente *unissued capital* para cubrir el exceso⁽⁷⁸⁾; sin embargo, tal posibilidad se omite en la vigente *CA*.

A efectos de publicidad, la sociedad que recupere acciones rescatables debe poner el hecho en conocimiento del *Registrar of Companies* dentro del mes siguiente al rescate que, a su vez, ha de publicar la notificación en el Boletín Oficial (*London Gazette*), todo lo cual deberá evidenciarse en el oportuno *statement of capital* en los términos especificados en la *Section 689 (3) CA*, con el consiguiente reflejo contable.

b”) Reducción de capital

La reducción del capital social en términos de «Derecho continental europeo» constituye en el Derecho societario del Reino Unido un procedimiento peculiar que por su complejidad y especificidades merecería por sí solo un estudio propio y separado.

En general, en la doctrina inglesa se pone de manifiesto el principio básico según el cual una sociedad no puede devolver a sus socios el capital formado por las aporta-

⁽⁷⁷⁾ Sólo cabría emplearla, como se explica en SMITH & KEENAN, *Company Law...*, cit., p. 118, para una *bonus issue*, lo cual implicaría la entrega a los socios de acciones totalmente liberadas o gratuitas; vid. *Section 733 (5) CA*.

⁽⁷⁸⁾ Cfr. PENNINGTON, *Company Law*, cit., p. 190.

ciones, salvo en aquellos casos en que opere la reducción de capital debidamente sancionada por los Tribunales. Tal reducción sólo se permite en casos muy concretos en los que se han establecido medidas encaminadas tendentes a asegurar y proteger los intereses de los acreedores⁽⁷⁹⁾. Desde este planteamiento no es extraño, pues, que el Capítulo 10, Parte 17, CA relativo a la *reduction of share capital* prevea un complejo sistema en el que se exige un «acuerdo especial» de la Junta que debe ser confirmado por los Tribunales que deben velar, especialmente, por los intereses de los acreedores sociales (ver *Section 648 CA*); previsión que ha sido censurada por algún sector doctrinal al estimar que se trata de una sobreprotección del interés de los acreedores⁽⁸⁰⁾. Debe matizarse, sin embargo, que, al menos para las *Private companies*, se permite, en ciertos casos, la reducción de capital sin la necesidad de intervención judicial. Las *Public companies* no pueden rescatar sus acciones con cargo a su propio capital, porque es condición esencial que el valor nominal representado por las acciones redimibles, que integra el capital, sea reemplazado, bien por el *capital issue* a efectos de que opere la *redemption*, o bien por una «capitalización» de beneficios repartibles⁽⁸¹⁾. Por tanto, las *Public companies* solamente pueden emplear beneficios distribuibles o ingresos procedentes de una nueva emisión, como se ha comentado *supra* para finan-

(79) Así, en FARRAR, *Company...*, cit., p. 215, se trae nuevamente a colación el caso *Trevor v. Whitworth* para recordar que *Lord Watson* había sentenciado que «el efecto de las restricciones legales era prohibir cualquier transacción entre la sociedad y un socio, en el sentido de impedir que la aportación social hecha por éste para poder suscribir acciones pudiera retornar al socio, salvo que el Tribunal haya sancionado la transacción». Sin embargo, la realidad del tráfico mercantil ha exigido que se contemple, a modo de excepciones, una serie de supuestos en que se permite la reducción del capital de una sociedad, que no dejan de ser consideradas como algo contrario al *background* de la prohibición general en este sentido. La reducción del capital social puede operar excepcionalmente como efecto o consecuencia derivada del acacimiento de una serie de circunstancias en los siguientes casos: 1) Reducción prevista en la CA de acuerdo con las *Sections 641* y ss. 2) Reducción como consecuencia de una *redemption* o recompra de acciones realizada por una *private company* con cargo a su capital. 3) Reducción en virtud de una resolución judicial que ordene la compra por la sociedad de acciones de un socio disidente (*objecting member*), como ocurre, por ejemplo, con la *Section 98 CA*, que contempla la «transformación» de una *public company* en una *private company*, así como la adquisición, con la necesaria intervención judicial, de las acciones de aquellos socios contrarios a la «transformación». 4) Reducción como consecuencia de la pérdida o renuncia de la condición de socio.

(80) Así, LEYTE, «The regimen of capital maintenance pertaining to public companies, its reform and alternatives», *Business Law Review*, abril, 2004, p. 86, en donde se concluye que las reglas sobre conservación del capital social son obsoletas. En tal sentido, como se evidencia en BIRDS, «Report from the United Kingdom», *European Company Law*, v. 3, 2006, issue 1, p. 49, debe advertirse que ya en los antecedentes de la reforma de la *Companies Act*, que inició su tramitación en el Parlamento el 1 de noviembre de 2005 (<<http://www.publications.parliament.uk>>) se anticipó, según se infería de la *Clause 562*, la posibilidad de reducción de capital social en las *Private Companies* sin necesidad de intervención de los Tribunales, siempre y cuando se cumplieran ciertos requisitos de solvencia, lo que respondía a la idea de simplificación de su régimen legal, tal y como con posterioridad se ha confirmado en la *Section 641 CA*.

(81) Vid. PENNINGTON, *Company Law*, cit, p. 190.

ciar tanto el rescate como la compra de acciones propias⁽⁸²⁾. En la doctrina inglesa, siguiendo un acertado criterio desde un punto de vista sistemático, como ya se ha expresado, se estudia el rescate de las *redeemable shares* conjuntamente con la problemática más amplia de la adquisición o compra de las acciones propias con cargo al capital, que es, por otra parte, el criterio legal adoptado en las *Sections 690* y siguientes de la *CA*, que específicamente versan sobre la compra de las propias acciones: *purchase of own shares*⁽⁸³⁾, incluyendo dentro de las previsiones generales a las propias acciones rescatables.

La regulación legal en esta materia tiene necesariamente un carácter más restrictivo que otros extremos estudiados anteriormente por las posibles consecuencias perjudiciales que toda reducción de capital potencialmente puede implicar respecto de los acreedores de la sociedad. Puede ocurrir que una *private company* no disponga de ingresos y beneficios en grado suficiente para efectuar el rescate o compra de sus propias acciones, ya sea porque tales beneficios se reinviertan en la propia actividad empresarial, porque se destinen a la retribución de los administradores o por otras razones. El Derecho societario del Reino Unido, reconociendo tal realidad, ha permitido a estas compañías recurrir a la reducción del propio capital como una fórmula más para rescatar las acciones⁽⁸⁴⁾.

En este sentido, las *private companies* cuyos estatutos así lo autoricen pueden rescatar acciones redimibles o adquirir sus propias acciones *out of capital*, esto es, con cargo al capital [*Section 692 (1)* y *713* y ss., *CA*] lo que no deja de ser, como pone de manifiesto la propia doctrina inglesa, una importante excepción al tradicional principio de conservación del capital social (*maintenance of capital*)⁽⁸⁵⁾. Como quiera que tales acciones han de ser amortizadas la sociedad tendrá que proceder a la reducción de capital. Ello implica que parte del capital cancelado o amortizado no será reemplazado, con lo que tendrá forzosamente que reducirse⁽⁸⁶⁾. La aplicación de esta técnica o mecanismo debe sujetarse estrictamente a lo que en la doctrina y legislación inglesas⁽⁸⁷⁾ se denomina «el pago permitido o autorizado con cargo al capital» (*permissible capital payment*). Tal previsión normativa permite a la compañía la reducción del capital sin la intervención de los Tribunales⁽⁸⁸⁾. La *CA*, en sus *Sections 710* y ss., describe la forma en que ha de calcularse ese pago y cuáles son los ajustes que deben verificarse respecto del «capital emitido» y de las reservas indisponibles cuando se haga un pago imputable al capital. En realidad, el *permissible capital payment* es la

(82) Cfr. FOX/BOWEN, *The Law...*, cit., p. 153.

(83) Vid. FOX/BOWEN, *The Law...*, cit., p. 153 y BUTTERWORTHS, *Company...*, cit., p. 120.

(84) Así, FOX/BOWEN, *The Law...*, cit., pp. 154 y 155.

(85) BOYLE & BIRD, *Company...*, cit., p. 188.

(86) Vid. MAYSON/FRENCH/Ryan, *Company...*, cit. p. 299.

(87) Cfr. GOWER, *Principles...*, cit., p. 222.

(88) Vid. ANDERSON y KEENAN, «Redemption...», cit., p. 92.

suma representada por el resto o la diferencia que se necesita para satisfacer el rescate o la compra, después de contemplar o agregar los beneficios distribuibles⁽⁸⁹⁾ y los ingresos procedentes de una nueva emisión realizada con el propósito de financiar la *redemption* o la *purchase*. De este modo, si una *private company* posee suficientes recursos procedentes de los beneficios distribuibles para cubrir completamente el rescate o la adquisición de acciones, dichos beneficios deben ser utilizados para mantener o conservar el capital⁽⁹⁰⁾. Debe observarse que, por aplicación de la *Section 733 (3) CA*, la sociedad tendrá que transferir a la «cuenta de reserva de redención del capital» una cantidad equivalente al valor nominal de las acciones redimidas o adquiridas.

La normativa en materia de reducción de capital a efectos de que opere la *redemption* o la *purchase back* consta de dos fases bien diferenciadas. Una se refiere a la adopción de un acuerdo en Junta (*special resolution*). La otra se contrae a la exigencia de una serie de requisitos sobre publicidad (*disclosure*) y cautelas o garantías en favor de los acreedores.

En efecto, la reducción de capital requiere una *special resolution* de la sociedad precedida por el cumplimiento de unos requisitos, tales como el informe de los administradores⁽⁹¹⁾ o del auditor de la sociedad, que habrán de estar a disposición de los socios al tiempo de la celebración de la Junta (*Section 718 CA*). También se exigen determinadas formalidades de publicidad y de *safeguards*⁽⁹²⁾ en favor de terceros que se concretan en la publicación, tanto en un periódico de circulación nacional⁽⁹³⁾, así como en el Boletín Oficial (*London Gazette*), de una serie de extremos tales como: el acuerdo aprobado en Junta, la cifra en que se reduce el capital, anuncio de que los

(89) El concepto de «*available profits*» como instrumento de financiación del rescate de acciones redimibles se recoge, desde un punto de vista contable, en las *Sections 711 y 712 CA*, que contempla una serie de criterios en orden a su determinación, tales como los beneficios, las pérdidas, activos, pasivo, *share capital*, reservas, etc. Destacan ANDERSON y KEENAN, «Redemption...», cit., p. 91, la necesidad de la fiel observancia de tales criterios contables a los efectos de la correcta actuación auditora en orden a la verificación de los *distributable profits*.

(90) Así, FOX/BOWEN, *The Law...*, cit., p. 154.

(91) En ese informe, como se expone en MAYSON/FRENCH/Ryan, *Company...*, cit. p. 300, debe hacerse constar, entre otros extremos, que la compañía podrá pagar las deudas que tuviere inmediatamente después del pago del rescate, así como que continuará con la marcha normal de sus operaciones durante el resto del ejercicio económico, y que igualmente satisfará sus deudas según vayan venciendo.

(92) En la práctica, dado que la reducción de capital suele implicar una operación de reconstrucción global de la sociedad, no es extraño que los acreedores lleguen previamente a un acuerdo con la sociedad, a fin de que sus créditos queden debidamente garantizados con fianzas o avales bancarios, lo cual no excluye, según FARRAR, *Company...*, cit., p. 219, que los Tribunales tengan el suficiente grado de discreción para confirmar o rechazar la *resolution*, con lo que la cuestión queda centrada, en muchas ocasiones, en determinar si la referida reducción de capital es justa y equitativa para las distintas clases de socios.

(93) En realidad, la *CA* en su *Section 719 (2) (a)* se refiere a un *appropriate national newspaper* para significar un diario de circulación en el País de Gales e Inglaterra para el caso de sociedades registradas en tales países y también en Escocia, si se cumpliere idéntica circunstancia.

informes se encuentran a disposición de los socios en el domicilio registral, comunicación a los acreedores de su derecho de solicitar la «prohibición de realizar el pago» dentro de las cinco semanas siguientes a la fecha de la aprobación de la *special resolution* [Section 720 (1) (b) CA]. De hecho, como se reconoce en la Section 721 (1) CA, no sólo los acreedores, sino también los socios que no consintieron o votaron a favor pueden solicitar la intervención judicial en orden a obtener la anulación de la *resolution*.

c”) Rescate y adquisición o compra de acciones propias

Se apuntaba anteriormente que en el Derecho del Reino Unido se estudia el rescate de las *redeemable shares* conjuntamente con la problemática más amplia de la adquisición o compra de las acciones propias⁽⁹⁴⁾. En efecto, la doctrina inglesa en materia societaria⁽⁹⁵⁾ pone de manifiesto que la diferencia esencial entre las figuras de la *redemption* y la *purchase* viene determinada porque en este último caso, a la hora de la adquisición de la sociedad de sus propias acciones, se requiere un acuerdo de las partes (accionista vendedor y sociedad compradora) al tiempo en que se realice la venta. En cambio, en el supuesto de la *redemption*, los términos y condiciones de esta quedan anticipadamente preestablecidos, básicamente, en los estatutos de la sociedad. De este modo, ambos tipos de negocios de la sociedad sobre las acciones propias reciben, en principio, un tratamiento similar en la normativa inglesa, excepción hecha, naturalmente, de la disparidad apuntada. Debe significarse que desde el año 2003, fecha en que fue modificada la *Section 162 CA 1985*, cesó la prohibición que impedía la existencia de acciones en autocartera; en tal sentido, la vigente CA en sus *Sections 124 y 724 y ss.* regula con detalle las *treasury shares* para las cotizadas, según especifica la *Section 724 (2) CA*.

La adquisición o compra (*purchase*) de las acciones propias con cargo a fondos o sumas distribuibles o con el producto de una nueva emisión realizada en previsión de la compra puede materializarse en el Derecho societario del Reino Unido a través de tres formas o procedimientos distintos: *off-market purchases*, *market purchases* y *contingent purchase contracts*.

Una compra *off-market* es aquella que se efectúa al margen de un mercado secundario oficial de valores (*Stock Exchange*) o que, si bien se efectúa en ese mercado, las acciones que se pretenden rescatar no están sujetas a operaciones bursátiles, sin que el rescate requiera la aprobación del organismo rector del *Stock Exchange* específico para tal tipo de operaciones⁽⁹⁶⁾. Se permite que las sociedades puedan seguir un procedimiento de adquisición *off-market* de sus acciones siempre en ejecución de un contrato previamente existente, en los términos especificados en la *Section 694, CA* (el

⁽⁹⁴⁾ Un claro ejemplo de ello, entre otros muchos, puede verse en FARRAR, *Company Law*, cit., pp. 182 y ss.

⁽⁹⁵⁾ Así, GOWER, *Principles...*, cit., p. 217

⁽⁹⁶⁾ Tal y como se recuerda en PENNINGTON, *Company Law*, cit., p. 19.

rescate *on market* de acciones de una *private company* no es posible, dado que sus acciones no se negocian en un mercado secundario oficial⁽⁹⁷⁾. La autorización siempre podrá ser modificada, revocada o renovada por un nuevo acuerdo. Para el caso de que se tratara de una *public company* el acuerdo ha de establecer la fecha en que expire su eficacia, sin que tal fecha exceda de los dieciocho meses contados a partir de la aprobación del referido acuerdo. El acuerdo de autorización de compra de las propias acciones, sea cual fuere la clase de compañía, será nulo si uno de los titulares de acciones, respecto de las cuales se va a operar la adquisición, no ejercitara los derechos de voto correspondientes a tales acciones y si, de haberlo hecho, con su voto hubiera evitado la adopción del acuerdo⁽⁹⁸⁾. El referido acuerdo que venimos comentando no será válido si una copia de la documentación comprensiva de las circunstancias para la adquisición de las acciones no ha quedado a disposición de todos los socios, a fin de que éstos tengan conocimiento de ella, durante un plazo no inferior a quince días previos a la fecha de la celebración de la Junta en que ha de adoptarse el acuerdo relativo al rescate⁽⁹⁹⁾.

De igual modo, para el caso de las adquisiciones *on market*, la *Section 701 CA*, refiriéndose implícitamente a las *public companies*, exige que tal adquisición de acciones propias vaya precedida de la correspondiente autorización otorgada a través de un acuerdo adoptado en Junta general. El objeto de la *resolution* es el de conferir autorización a los administradores para proceder a la compra de acciones. La autorización podrá ser general o referida a una particular clase de acciones, aunque también pueden ser éstas identificadas por referencia a la identidad de sus titulares o por determinación del lapso de tiempo de la emisión de las acciones o por las circunstancias que motivaron la emisión de esos valores⁽¹⁰⁰⁾. Dicha autorización podrá limitarse o no a acciones de cualquier clase y puede ser pura o estar sujeta a condiciones, pero ha de especificar el número máximo de acciones que se vayan a adquirir, así como el precio máximo y mínimo y la fecha de la adquisición, que no puede sobrepasar los dieciocho meses contados desde la aprobación de la *resolution*.

Otra fórmula viene determinada por la *contingent purchase contracts* —«contratos eventuales de compra» u opciones—, que consiste en un contrato en cuya virtud la sociedad, de acuerdo con el cumplimiento de ciertos requisitos, tiene derecho o queda

(97) Vid. PRIME & SCANLAN, *The Law...*, cit., p. 195.

(98) Se advierte en GOWER, *Principles...*, cit., pp. 218 y 219, que se trata de un supuesto excepcional de aplicación de la regla según la cual los administradores no deben votar en los Consejos de administración respecto de aquellos asuntos en que tuvieran un interés personal de carácter financiero; tal regla normalmente no se aplica a los socios cuando, como tales, ejerciten su derecho de voto.

(99) Vid. FOX/BOWEN, *The Law...*, cit., p. 152.

(100) PENNINGTON, *Company Law*, cit., p. 192. Aclara GOWER, *Principles...*, cit., p. 220, que en la práctica la sociedad aprobará en Junta una *resolution* estableciendo que x número de acciones pueden ser compradas al precio previamente fijado dentro de unos márgenes máximos y mínimos, de modo que el Consejo de administración de la compañía dará instrucciones a los *stokebrokers* de la sociedad para que efectúen la compra en el *Stok Exchange* cuando la cotización de los precios lo haga así posible.

obligada a comprar sus propias acciones, sin que exista una obligación inmediata de que la compañía realice la compra o de que el vendedor verifique la venta. El ejemplo más simple de una *contingent purchase contract* viene determinado por una *put option*, que constituye una opción otorgada por la sociedad a uno de sus accionistas por la que la sociedad quedará obligada a adquirir un determinado número de sus acciones al precio acordado para el caso de que el socio en cuestión ejercite la opción. En el caso de la *call option* el accionista está legitimado para requerir a la sociedad a fin de que ésta le venda un paquete de acciones de acuerdo con los términos previamente especificados⁽¹⁰¹⁾. La *contingent purchase contract* requiere la autorización de la Junta general mediante una *special resolution* en los términos de la *Section 165 (2) CA 1985*, aún vigente según las previsiones contenidas en la *Commencement No. 3, Consequential Amendments, Transitional Provisions and Savings Order*, de 25 de julio de 2007. Si bien es cierto que la recompra de acciones reduce el patrimonio social (*company's net assets*), también se han destacado las ventajas que en este ámbito societario puede reportar la recompra de acciones desde una perspectiva impositiva o fiscal, como método aconsejable en ciertas circunstancias en lugar de declarar y repartir dividendos entre los accionistas⁽¹⁰²⁾.

d") Capital autorizado y capital emitido: importancia y desaparición de la distinción

De acuerdo con la normativa societaria anterior a la reforma operada, cuando una sociedad tenía su capital dividido en acciones la escritura de constitución debía expresar la suma de capital con arreglo a la cual la sociedad tenía que ser inscrita, así como la división de ese capital en un número fijo de acciones [*Section 2 (5) CA 1985*]. En el Derecho societario del Reino Unido era factible que la sociedad pudiera constituirse sin la suscripción completa de sus acciones, ello daba pie a que fuera posible distinguir entre el llamado capital autorizado (*authorised capital*) y el capital emitido (*issued capital*). El capital autorizado representa el valor nominal total de las acciones que la sociedad puede llegar a suscribir⁽¹⁰³⁾. Este capital aparecía reflejado en los *memorandum of association*, pero no constituía cifra de retención alguna, como ocurre en el modelo característico de los ordenamientos continentales.

Dicho en otras palabras, el Derecho y práctica societaria de este país anglosajón, tal y como ya se ha indicado, tradicionalmente ha contrapuesto los conceptos de *authorised capital* y de *issued capital*, que aparecía reflejado en una cuenta del pasivo del balance denominada *called up share capital*. Este último representaba aquella propor-

(101) Cfr. PENNINGTON, *Company...*, cit., p. 193.

(102) CHEFFINS, *Company Law...*, cit., p. 223. Vid. a este respecto WAINMAN, *Company Structures: Law, Tax and Accounting for Companies and Groups Growing Evolving*, Londres, 1995, p. 396.

(103) A este respecto se aclara en GOWER, *Principles...*, cit., p. 201, que el *authorized capital* se refiere al número máximo de acciones que la sociedad puede emitir sin incrementar ese mismo capital autorizado, así como el valor nominal de las acciones en que se divide el capital social.

ción de la cifra del capital autorizado que efectivamente se había emitido y suscrito por los accionistas o, en otras palabras, el capital emitido era aquel que venía determinado por una cifra que coincidía con la suma del valor nominal total de las acciones realmente suscritas por los socios. Dicha cifra no tenía acceso a los *memorandum*, aunque sí a los documentos contables de la sociedad, puesto que se registraba como una cuenta del pasivo del balance. De este modo, el *authorised capital* constituía la cifra que restaba entre el capital nominal y el emitido⁽¹⁰⁴⁾. Para el caso de que tuviera lugar la reducción de capital, si así se permitía en los estatutos, de acuerdo con el procedimiento previsto en las *Sections 135-141 CA 1985*, era la cifra del *authorised capital* la que resultaba afectada.

Interesa detener brevemente nuestra atención en esta distinción de conceptos relativa al *share capital* porque es la que originariamente hizo posible el perfecto encaje de la figura de las acciones redimibles en el marco del Derecho societario del Reino Unido. En efecto, si la financiación del rescate de las acciones redimibles se hacía con cargo al capital social (*out of capital*), la consecuencia lógica era proceder a la reducción del capital autorizado, cuya cifra sería la que se reflejaba en los estatutos, con la consiguiente amortización de acciones, en los términos que explicábamos en páginas anteriores. Si la financiación tenía su origen en los beneficios obtenidos como consecuencia de una nueva emisión, el capital, lógicamente, permanecía incólume, ya que las nuevas acciones reemplazaban a las que se amortizaban como consecuencia de su rescate. Ahora bien, en el supuesto de que la financiación de la operación de rescate de acciones procediera de medios libres, fueran éstos reservas disponibles o beneficios, también habría que proceder a la cancelación de títulos con la consiguiente reducción de capital. Sin embargo, la peculiaridad de este último caso estribaba en que el capital reducido no era el capital autorizado sino el capital emitido. La cifra de capital que aparecía transcrita en los estatutos permanecía inalterada; en cambio, el capital efectivamente emitido era el que sufría una reducción. En esta reducción del capital no intervenía la Junta, pues se trataba de un mero ajuste u operación contable que entraba dentro del ámbito de competencia de los administradores y que éstos realizaban de forma ágil, sin sujetarse al procedimiento más riguroso y formal que implica toda modificación del texto estatutario. De lo expuesto se infiere que, en principio, la amortización de las acciones rescatables se articulaba a través de una operación que no implicaba alteraciones de la cifra del capital social. Aun cuando, se insiste, la cifra del capital autorizado quedara inalterada —Ss. 160 (4) y 170 (1) *CA 1985*—, la amortización de las rescatables sólo entrañaba una disminución de la cifra del capital emitido por pura imperatividad legal, de ahí la innecesariedad de toda publicidad registral al respecto⁽¹⁰⁵⁾.

(104) En este sentido, los administradores tienen esa cifra de margen de capital para emitirlo y suscribirlo, cuando fuera necesario (vid. ARROYO, «El capital autorizado», *RDM*, 1985, pp. 654 y 655).

(105) Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002, p.199.

La protección y garantía de los terceros no quedaba disminuida, pues la *Section 170 (1) CA 1985* exigía la constitución de un fondo especial de reserva⁽¹⁰⁶⁾ (... *the amount by which the company's issued share capital is diminished... on cancellation of the redeemed or purchase shall be transferred to a reserve, called «the capital redemption reserve»*), cuya cuantía tendría que ser igual al de la reducción operada en el *issued capital*.

Este régimen normativo continúa vigente transitoriamente para las compañías constituidas con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva *CA 2006*, que ha puesto fin al sistema del *authorised capital*.

III. EL DESARROLLO DE LAS ACCIONES RESCATABLES EN OTROS ORDENAMIENTOS

A) *Las acções preferenciais remíveis en el Derecho portugués*

1. El artículo 345 del *Código das Sociedades Comerciais (CSC)* portugués de 1986 y la Segunda Directiva 77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976

Dentro de la órbita de los ordenamientos europeos continentales de nuestro entorno el Derecho societario luso se erigió en un caso singular en virtud de la pronta y particular atención que otorgó a la institución. En efecto, el *CSC* no eludió la regulación de esta materia y procedió a dar carta de naturaleza a las acciones rescatables en su artículo 345, único que compone la Sección VI del Capítulo III, dedicado a las acciones de la Sociedad anónima, en general⁽¹⁰⁷⁾.

Resulta evidente que la fuente inmediata de la regulación portuguesa en materia de acciones redimibles tiene su origen, por su paralelismo, en el artículo 39 de la

⁽¹⁰⁶⁾ Vid. SCHMITTHOFF, *Palmer's*, cit., p. 532.

⁽¹⁰⁷⁾ En concreto, según la redacción dada por el *Decreto-Lei* núm. 262/86 de 2 de septiembre, que aprobó el *Código das Sociedades Comerciais*, el artículo 345 establece lo siguiente:

«1.º Si el contrato de sociedad lo autorizare, las acciones que gocen de algún beneficio patrimonial pueden, según se establezca en las condiciones de emisión, quedar sujetas a rescate en una fecha determinada o cuando así lo acuerde la Junta General.

2.º Las referidas acciones deberán ser redimidas de conformidad con las disposiciones estatutarias, sin perjuicio de las reglas establecidas en los apartados siguientes.

3.º Las acciones deben estar enteramente liberadas antes de ser rescatadas.

4.º El rescate se hará por el valor nominal de las acciones, salvo que en los estatutos de la sociedad se prevea el pago de una prima.

5.º El contravalor del rescate de las acciones redimibles, incluida la prima, sólo puede ser detraído de fondos que, en los términos de los artículos 32.º y 33.º, puedan ser distribuidos entre los accionistas.

6.º Desde el momento en que tenga lugar el rescate, una suma igual al valor nominal de las acciones redimidas debe ser llevada a una reserva especial, que solamente puede ser utilizada para su incorporación al capital social, sin perjuicio de su eliminación en caso de reducción de capital.

Segunda Directiva 77/91/CEE que, como es sabido, no impone a los países miembros la obligación de la consagración positiva de la figura en sus respectivos ordenamientos, sino que se limita a establecer una serie de requisitos mínimos necesarios que habrán de ser observados para el supuesto de que las legislaciones nacionales autorizaran la emisión de acciones recuperables, como ciertamente ha acontecido con el Derecho societario portugués.

2. El contrato de sociedad y las acciones rescatables

El instrumento indispensable para la creación de acciones rescatables viene determinado por el *contrato de sociedad* (art. 345.º-1 CSC), de modo que estas acciones pueden tener su origen tanto en el *contrato de sociedad* inicial como en una ulterior alteración de este. Parece tratarse de una verdadera categoría de acciones, a tenor de lo preceptuado en el artículo 302 CSC, que autoriza la específica creación de acciones con contenidos de derechos diferentes, lo cual incide positivamente en la autonomía contractual, dado que se permite a una compañía configurar «a medida» las características de los valores que emita, aun cuando algún sector de la doctrina siga considerando que el Derecho societario portugués aún mantiene un excesivo grado de rigidez⁽¹⁰⁸⁾.

La posibilidad de emisión de acciones rescatables no está vetada a las sociedades cotizadas, si bien en este caso es indispensable la publicación de un prospecto o folleto en el que se haga referencia, entre otras cosas, a la naturaleza y características de los valores mobiliarios objeto de emisión, por así exigirlo la normativa específica en materia de mercado de valores⁽¹⁰⁹⁾.

Cuando la autorización para la emisión de acciones redimibles mediante aumento de capital provenga de una modificación de los Estatutos sociales, aparte de la observancia de las previsiones estatutarias, deberá adoptarse en Junta el acuerdo de aumento de capital, especificándose que se trata de acciones redimibles. Teóricamente esta operación se divide en dos partes: la primera implica una modificación de los Estatutos

7.º El rescate de las acciones redimibles no implica una reducción del capital social y, salvo disposición contraria de los estatutos societarios, en virtud de acuerdo de la Junta General podrán ser emitidas nuevas acciones de la misma especie en sustitución de las acciones rescatadas.

8.º El acuerdo relativo al rescate de acciones redimibles deberá ser inscrito y publicado.

9.º Los estatutos sociales pueden prever sanciones en caso de incumplimiento por la emisora de la obligación de recuperar las acciones en la fecha prevista; a falta de estipulación estatutaria, cualquier titular de acciones redimibles puede solicitar la disolución judicial de la sociedad, siempre que haya transcurrido un año computado desde la fecha en que debió haberse realizado el rescate». Cfr. CAEIRO y NOGUERIA, *Código comercial. Código das sociedades comerciais. Legislação complementar*, Coimbra, 1988, pp. 346 y 347.

(108) Así, ANTUNES, «Perspectives of Portuguese Corporation Law – System and Current Developments», *European Company and Financial Law Review*, v. 2, 2005, pp. 323 y ss.

(109) Cfr. especialmente los arts. 43 y ss. del *Código do Mercado dos Valores Mobiliários* aprobado en virtud del *Decreto-Lei* núm. 486/99, de 13 de noviembre y, en general, ASCENSÃO, José de Oliveira, *As Acções in Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra, 2000.

en orden a acoger la autorización de emisión de acciones redimibles; la segunda supone la creación de tales acciones con el consiguiente aumento de capital. Nada impide que ambos acuerdos sobre modificación de Estatutos y aumento de capital sean adoptados de manera simultánea. Aunque ello pudiera ocasionar algunos problemas de orden práctico, en buen rigor técnico-jurídico no hay otra vía, dado que, según se ha manifestado, la concentración en un solo acto de la modificación estatutaria y de la adopción del acuerdo de aumento de capital podría conducir a efectuar una suscripción de acciones rescatables antes del momento del otorgamiento de la escritura y subsiguiente inscripción del acuerdo en el Registro, con lo cual no estaría aún concluida legalmente la modificación en cuestión⁽¹¹⁰⁾.

De la regulación contenida en el artículo 345 CSC se infiere que el *contrato de sociedade*, además de contemplar la autorización de emisión de acciones privilegiadas rescatables, debe también recoger extremos tales como los siguientes:

- a) Fijar el evento determinante de la operación de rescate de acciones.
- b) Determinar, en su caso, la prima del rescate.
- c) Prohibir, si así se desee, que sean emitidas nuevas acciones de la misma especie en sustitución de las acciones rescatadas.
- d) Prever las sanciones imponibles en caso de incumplimiento de la obligación de verificar el rescate en la fecha fijada en el contrato.
- e) Regular el procedimiento de ejecución del rescate, previendo extremos tales como la presentación de las acciones redimibles, la entrega del contravalor, etc.

3. Acciones privilegiadas y contravalor del rescate

El Derecho societario portugués, a diferencia de la pauta seguida en la Segunda Directiva 77/91/CEE, sí exige específicamente que las acciones rescatables posean la característica de ser privilegiadas, pues el propio epígrafe del artículo 345 CSC así lo destaca (*preferenciais remivéis*) y el número 1 del referido precepto se refiere a las *acções que beneficiem de algum privilégio patrimonial, na sua emissão*⁽¹¹¹⁾. En cierto modo esta opción constituye un expediente técnico para poner término a los privilegios de determinados accionistas, transcurrido cierto tiempo y con la recuperación por parte de estos últimos de la inversión realizada. De otro lado, es independiente que los

(110) Así, en VENTURA, *Estudos Vários...*, cit. p. 458, se sugiere la conveniencia de que simultáneamente se adopten las *deliberações de alteração do contrato e de aumento de capital, a efectivar depois pela referida ordem*.

(111) Desde este punto de vista no resulta, pues, extraño que la doctrina portuguesa califique estas acciones como unas acciones privilegiadas sujetas a plazo y no como una clase de acciones. En tal sentido, RODRIGUEZ VAZ FERREIRA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, 1994, p. 21, y ENGRÁCIA ANTUNES, «An economic analysis of portuguese corporation law —system and current development—», p. 26, en <http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/antunes.pdf>.

títulos carezcan o no del derecho al voto, con lo que la remisión es posible en ambos casos. De hecho, las acciones sin voto presuponen la existencia de un privilegio.

El contravalor de las acciones rescatadas, incluido el importe de la prima, solamente puede ser financiado con cargo a fondos de libre distribución (artículo 345.º 5 CSC). Sin embargo, dado que el número 7 del artículo 345 del CSC permite la emisión de *novas acções da mesma espécie em substituição das acções remidas*, la doctrina portuguesa no ve obstáculo para que el producto obtenido con esta nueva emisión se destine a financiar el rescate. Dicho contravalor consiste básicamente en el valor nominal de la acción. Para el caso de que se previera en los Estatutos el pago de una prima ésta vendrá determinada, normalmente, por un porcentaje del valor nominal⁽¹¹²⁾. En consecuencia, como puede observarse, no se establece en el Derecho portugués, en contraposición a lo que ocurre en el Derecho del Reino Unido⁽¹¹³⁾ y norteamericano, distinción alguna en orden a los fondos utilizables para financiar el rescate, esto es, para pagar el valor nominal y/o la prima. Por ello el artículo 345.º 5 CSC advierte que *a contrapartida da remição incluindo o prémio só pode ser retirada de fundos que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos accionistas*.

4. La operación de *remição*

En la regulación que sobre acciones rescatables se establece en el CSC se plantea la duda sobre si puede existir un rescate automático para cuando los Estatutos establezcan una fecha fija como acto o hecho a partir del cual opere la remisión. A diferencia de lo que acontece en el Derecho del Reino Unido, en el que puede requerirse el acuerdo del *Board of Directors*⁽¹¹⁴⁾, lo cierto es que hay que reconocer que es absolutamente indispensable la adopción del acuerdo de rescate en Junta general, tal y como viene aconteciendo en la práctica de este Derecho, para verificar, entre otros extremos, si son o no utilizables los fondos a que se refiere el artículo 345.º 5 CSC⁽¹¹⁵⁾. Todo lo cual parece descartar la posibilidad de un rescate automático por el mero hecho de que

(112) Así, VENTURA, *Estudos vários...*, cit., p. 461 y ss.

(113) Vid. *Section 687 CA*.

(114) Vid. *Section 685 CA*.

(115) Como ilustración práctica y sin ánimo de exhaustividad puede destacarse la forma en que se reguló esta materia en el *CONTRATO DE SOCIEDADE DO BANCO ESPÍRITO SANTO, SOCIEDADE ANÓNIMA*, cuyo artículo séptimo señala: «1. *Sob proposta do Conselho de Administração, a Assembleia Geral da sociedade pode, nos termos da legislação aplicável, autorizar a sociedade a emitir acções preferenciais sem voto e bem assim acções remíveis, com ou sem voto, definindo a forma de determinação do respectivo dividendo prioritário.*

2. *Nos aumentos de capital por incorporação de reservas poderão, por deliberação da Assembleia Geral, ser emitidas acções preferenciais sem voto, proporcionais às acções desta categoria já existentes, a distribuir exclusivamente pelos titulares destas.*

se cumpla la fecha estatutaria prevista⁽¹¹⁶⁾. Una vez tomado el acuerdo se procederá, tal y como ordena el artículo 345.º 8 *CSC*, al otorgamiento de la escritura pública de remisión, a su inscripción en el Registro y a su consiguiente publicación.

5. Efectos del rescate

La finalidad del acuerdo de la Junta general es aprobar el rescate de las acciones con la determinación del contravalor, que podrá o no incluir el pago de una prima, según los términos estatutarios estipulados. Desde ese instante y sin necesidad de que se produzca el otorgamiento de la escritura pública e inscripción registral se producen dos claros efectos: anulación de acciones y adquisición por parte de sus titulares de la condición de acreedores por el importe que represente el contravalor. De este modo, si nada se hubiere previsto en los Estatutos, el crédito será exigible con carácter inmediato de acuerdo con las normas propias del Derecho de obligaciones.

Por su parte, el artículo 345.º 7 del *CSC* especifica que el rescate de las acciones redimibles no implica reducción del capital social. Tal previsión habría encajado perfectamente dentro del sistema societario del Reino Unido, en donde se distinguían perfectamente los conceptos de capital autorizado y capital emitido, antes de la reforma societaria operada en dicho país, de modo que la variabilidad o mutación de la cifra de este último no repercutía en aquél. Sin embargo, la regulación portuguesa, a modo de fiel trasunto de la inglesa, no deja de causar cierta perplejidad, desde el momento en que el Derecho societario luso se sitúa en la órbita de los ordenamientos societarios continentales y en estos rige el principio de la estabilidad del capital social, con las excepciones que se quiera.

El contenido del artículo 345.º 7 *CSC* ha obligado a la doctrina portuguesa a arbitrar fórmulas o interpretaciones no del todo aceptables, como aquélla que sostiene que una vez operado el rescate, y dado que no hay reducción de capital, la cifra del capital social permanecerá inmutable en los estatutos sociales y en los documentos contables de la compañía, pero deberá mencionarse que parte de las acciones han sido

3. As acções preferenciais sem voto podem, na sua emissão, ficar sujeitas a remissão na data que for deliberada pela Assembleia Geral.

4. As acções remíveis sê-lo-ão pelo valor nominal ou com o prémio que for fixado pela Assembleia Geral».

En parecidos términos se expresa, v.gr., el artículo 7 de los estatutos de la Companhia Portuguesa Rádio Marconi, S.A., publicados en el D.R. núm. 274/1998 (III Série), de 26 de noviembre.

⁽¹¹⁶⁾ Así, VENTURA, *Estudos vários...*, cit., p. 463, en donde se concreta que del *contrato de sociedade* nace el derecho y la obligación de la sociedad de realizar el rescate en una fecha cierta; lo cual explica que el número 9 del artículo 345.º se refiera a las sanciones por incumplimiento de la obligación de recuperar las acciones rescatables. La sociedad ejerce ese derecho y cumple con la obligación mediante la adopción en Junta general del oportuno acuerdo, cuya fecha no ha de coincidir necesariamente con la prevista en los estatutos, pues basta con que se adopte con la antelación suficiente a efectos de que al tiempo de la fecha estatutaria se produzca el rescate.

anuladas en virtud de la remisión⁽¹¹⁷⁾. Es decir, no tiene lugar la reducción del capital de la sociedad pero sí hay amortización de acciones cuyos valores nominales, evidentemente, integran el capital no reducido.

El precepto en cuestión admite que, salvo *disposição contrária do contrato de sociedades, podem ser emitidas por deliberação da assembleia geral novas acções da mesma espécie em substituição...* No se aclara, sin embargo, si por acciones de la misma especie ha de entenderse solamente acciones privilegiadas, que podrían ser no redimibles, o si necesariamente tales acciones han de ser rescatables. Lo cierto es que cuando se produzca esa nueva emisión no tendrá lugar aumento de capital alguno, por lo que deberá desaparecer de los documentos contables de la sociedad la mención sobre anulación de acciones como consecuencia del rescate. De otro lado, no debe olvidarse que la posibilidad de proceder a la amortización de acciones sin que se reduzca el capital⁽¹¹⁸⁾ social está expresamente reconocida en el artículo 346 del CSC, de modo que las acciones totalmente reembolsadas pasarán a convertirse en una nueva categoría denominada *acções de fruição*. La consecuencia de ello es que puede conjugarse el rescate de acciones con la intangibilidad del capital social, partiendo de la premisa según la cual se produce la transformación de una clase de acciones en otra distinta. Este procedimiento es distinto al recogido en el artículo 347 del CSC, que prevé expresamente la amortización de acciones con la consiguiente reducción del capital social.

El artículo 345.^o 6 del CSC, por su parte, impone la necesidad de creación de una reserva especial cuyo importe sea igual al valor nominal de las acciones recuperadas. El precepto tiene su origen en la letra e) del artículo 39 de la Segunda Directiva, que a su vez se inspiraba en la CA 1948. Dicha reserva solamente podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas, dado que así se reconoce en los propios términos literales del precepto: *só pode ser utilizada para incorporação no capital social*. Tal reserva es susceptible de ser eliminada en caso de reducción del capital de la sociedad. Esta cuenta, al igual que la *capital redemption reserve* regulada en la Section 733 de la vigente CA, tal como se ha tenido ocasión de tratar, no implica que exista una partida destinada al pago de las acciones rescatadas, sino más bien supone la creación de una suma o importe que aparece como consecuencia de la operación de rescate y cuya finalidad consiste en evitar una distribución de fondos entre los socios y, consecuentemente, mantener o reforzar el patrimonio social, con lo que ello comporta de estabilidad y garantía de la sociedad respecto del crédito externo.

(117) Vid. en este sentido VENTURA, *Estudos vários...*, cit., p. 465.

(118) Sobre tal concepto en la doctrina portuguesa vid. CUNHA, Paulo Olavo, *A Redução do Capital das Sociedades Anónimas*, en *Estudos em Homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV, Coimbra, Almedina, 2003.

B El rescate de las *actions de préférence* en el Derecho francés

1. Situación anterior a la reforma: la *amortissement du capital*

Tradicionalmente en el Derecho francés, con la equívoca denominación⁽¹¹⁹⁾ de «amortización de capital»⁽¹²⁰⁾, se ha venido regulando una figura mediante la cual se puede reembolsar al socio su aportación, dando lugar a la distinción que se acoge en ese ordenamiento entre las *actions de capital* y las *actions de jouissance*⁽¹²¹⁾. Estas últimas se caracterizan por que permiten el reembolso del valor nominal al accionista cuando tenga lugar la *amortissement du capital*⁽¹²²⁾ («amortización de capital» regulada en los artículos 209 a 214 de la *Loi n 66-537* de 24 de julio de 1966 *sur les sociétés*

(119) Así, RIPERT/ROBLLOT, *Traité de Droit Commercial*, T. 1, París, 1996, p. 847.

(120) En el ámbito del Derecho comunitario esta institución se encuentra regulada en el artículo 35 de la Segunda Directiva en materia de sociedades, a cuyo tenor: «Cuando la legislación de un Estado miembro autorizase la amortización total o parcial del capital suscrito sin reducción de este último, exigirá como mínimo que se respeten las condiciones siguientes:

a) Si los estatutos o el acto constitutivo previeran la amortización, ésta se decidirá por la Junta General deliberando como mínimo con las condiciones ordinarias de quorum y mayorías. Cuando los estatutos o el acto constitutivo no previeran la amortización, ésta se decidirá por la Junta General deliberando como mínimo en las condiciones de quorum y mayorías del artículo 40. El acuerdo será objeto de publicidad según las formas establecidas por la legislación de cada Estado miembro según el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE.

b) La amortización sólo podrá tener lugar con cargo a sumas distribuibles de acuerdo con el párrafo 1 del artículo 15.

c) Los accionistas cuyas acciones fuesen amortizadas conservarán sus derechos en la sociedad con exclusión del de reembolso de la aportación y del de participación en la distribución de un primer dividendo percibido sobre acciones no amortizadas».

(121) Sobre la transformación de las *actions de capital* en *actions de jouissance* puede verse CORDONNIER, «L'unification des actions de capital et des actions de jouissance», *J. Soc.*, 1947, p. 341.

(122) El artículo 209 de la *Loi n 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales* establece literalmente que *L'amortissement du capital est effectué en vertu d'une stipulation statutaire ou d'une décision de l'assemblée générale extraordinaire et au moyen des sommes distribuables au sens de l'article 346.º. Cet amortissement ne peut être réalisé que par voie de remboursement égal sur chaque action d'une même catégorie et n'entraîne pas de réduction du capital.*

Les actions intégralement amorties sont dites actions de jouissance. Precisamente, con base en este artículo, algún sector de la doctrina francesa (CLAUDE, «Redeeming your preferred stocks in France», IFLR, vol. XIII, 1994, pp. 16 y ss.) venía ya reclamando la creación de acciones privilegiadas rescatables en el seno del Derecho societario francés. A su vez, el artículo L225-198 del Code de Commerce, tras la redacción introducida por la Ordonnance n 2004-604 de 24 de junio de 2004, art. 51 IX Journal Officiel de 26 de junio de 2004, reitera los mismos términos.

Esta figura está igualmente reconocida en el artículo 346 del CSC portugués, al que ya se ha hecho referencia, relativo a la amortización de acciones sin reducción de capital (*acções sem redução de capital*). De este modo la acción totalmente desembolsada se transforma en otra clase de acción (*acção de fruição*) con la consiguiente modificación en su contenido de derechos. En el derecho belga el artículo 72 ter de las *Lois coordonnées sur les sociétés commerciales* también admite la posibilidad de que los estatutos prevean la «amortización de capital», sin que la cifra de capital quede reducida (vid. VAN HILLE, Jean-Marie, *La société Anonyme*, Bruselas, 1990, p. 75).

commerciales) con la particularidad de que tales acciones no son amortizadas. Se trataría de una suerte de rescate *sui generis* de acciones preferentes sin derecho a voto. Estas acciones «de disfrute» pierden el derecho al reembolso del valor nominal y el derecho a participar en la distribución de un primer dividendo percibido sobre acciones no amortizadas [artículo 210 de *Loi n 66-537* de 24 de julio de 1966 y 35.c) de la Segunda Directiva en materia de sociedades], pero continúan representando una parte alícuota del capital social. El reembolso se hace con cargo a beneficios o a reservas, sin que pueda identificarse esta operación con una reducción de capital social ni tampoco con un supuesto de adquisición por la sociedad de sus propias acciones. La posibilidad de utilización de estos títulos se ha visto enormemente penalizada en los últimos tiempos por lo que, tal y como se ha apuntado, constituye una práctica que está cayendo en desuso⁽¹²³⁾. Las razones son varias y distintas, de un lado, la legislación fiscal francesa considera que hay una distribución de reservas y no de beneficios y, de otro, porque desde un punto de vista estrictamente económico muchas veces las sociedades carecen de recursos financieros para financiar la *amortissement du capital*, por lo que raramente interesa proceder a esta operación⁽¹²⁴⁾.

Sin embargo, si se hace un enfoque estrictamente jurídico de la cuestión habrá que convenir que con este mecanismo el legislador francés había venido eludiendo la incorporación a su sistema societario de las acciones rescatables *sensu stricto*⁽¹²⁵⁾. De este modo se ha acudido a otros expedientes para solucionar satisfactoriamente las particularidades económicas de aquellas sociedades con necesidades decrecientes de

(123) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento y Reducción de Capital», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de Sociedades de Capital*, Madrid, 1987, p. 370.

(124) Vid. DANA-DEMARET, *Le capital social*, París, 1989, pp. 290 y ss., y MERLE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, París, 1996, pp. 289, 290 y 577. En el caso del Derecho francés, como en todos los sistemas en que no se contempla la distinción entre los conceptos de *issued capital* y *authorized capital*, se plantea, en palabras de SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad Anónima...*, cit., p. 23 (nota 15), una «cuestión de muy alta hermenéutica». Un supuesto parecido acontece en el Derecho alemán, donde el parágrafo 238 de la Ley de Sociedades de 1965 (*AktG*) contempla, aunque de modo tangencial, una especie de rescate de acciones, dado que reconoce que «con la inscripción del acuerdo o, si se sigue la retirada de las acciones, con esta última, quedará reducido el capital social en el valor nominal conjunto de las acciones retiradas. Si se trata de un reembolso obligatorio dispuesto por los estatutos, y en el caso de que no sea la Junta general la que decida sobre la reducción de capital, el capital social quedará reducido con el reembolso obligatorio...». De hecho, la reserva de capital amortizado prevista en el artículo 39.e) de la Segunda Directiva parece tener un esquema similar a la reserva indisponible de capital que trae causa de la retirada de acciones cuando esté prevista en los estatutos, según se desprende de los §§ 237 (3) y 237 (5) de la *AktG*. De ahí que en FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización...*, cit., pp. 200 y 201, se sostenga que la *Capital Redemption Reserve* tiene una función equivalente a la *kapitalrücklage*.

(125) Una suerte de cláusula de rescate estaba prevista en Bélgica en el originario artículo 269 de la *Loi n.º 66-537 sur les sociétés commerciales*, de 24 de julio de 1966, a cuyo amparo podía introducirse este tipo de cláusulas en los estatutos sociales, con la obligación de reducir capital tras la verificación del rescate, pero nunca llegó a considerarse la acción rescatable con el rango de clase específica de acción. En este sentido, los estatutos podían prever que la sociedad reclamara el rescate, bien de todas las acciones emitidas sin derecho a voto o bien de ciertas clases de acciones, en cuyo caso cada clase debía

capital⁽¹²⁶⁾. Se reembolsan así progresivamente las acciones a sus respectivos socios sin necesidad de que se produzca ninguna operación de reducción del capital social, dado que los reembolsos se realizan, en principio, con cargo a bienes libres. Además, tampoco queda ninguna parte del capital nominal sin reflejo accionarial, ya que las acciones no se anulan o cancelan, sino que simplemente se transforman en acciones de disfrute. Estos valores, que son auténticas acciones, si bien quedan privadas de algunos derechos fundamentales conservan, en cambio, algunos otros de carácter político y económico como el derecho a la cuota de liquidación. La *amortissement du capital* difiere de la amortización de acciones que se produce con ocasión de la reducción de capital prevista en el artículo 36.d) de la Segunda Directiva CEE y que da lugar a una reserva indisponible de capital, al uso en ordenamientos como el alemán con la *Kapitalrücklage*, que guarda rasgos funcionales afines a la *capital redemption reserve*⁽¹²⁷⁾.

2. La modificación introducida por la *Ordonnance n.º 2004-604*

La *Loi n.º 66-537* de 24 de julio de 1966 *sur les sociétés commerciales* tradicionalmente había venido siendo considerada muy rígida, en términos generales, por lo que fue necesario instaurar un nuevo tipo social —*Société par actions simplifiée*— que comportó un gran avance en términos de autonomía y libertad contractual y que permitió la creación de un gran número de empresas que adoptaron este nuevo tipo social. Sin embargo, la estructura financiera corporativa precisaba de una reforma de mayor

ser debidamente identificada al tiempo de la fecha de emisión. El nuevo *Code de Sociétés* de 7 de mayo de 1999 no contempla la posibilidad descrita ni regula la figura de la acción rescatable, si bien permite en su artículo 331 el *rachat de parts sans droit de vote*. (Sobre esta materia puede consultarse con carácter general EVERS, *Le rachat d'actions propres : Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux*, Bruselas, 2001).

⁽¹²⁶⁾ Debe advertirse en tal sentido que, como se comenta en RIPERT/ROBLOT, *Traité...*, t. 1, cit., p. 848, la figura tuvo su auge, precisamente, a principios del siglo XX con ocasión de las sociedades concesionarias, en las que se daba la circunstancia de una necesidad decreciente de capital. De todos modos la inclusión de cláusulas de rescate en los estatutos sociales ha sido un expediente relativamente habitual, como se ha reflejado en la práctica del foro, y consiguientemente judicial, habiéndose evidenciado en la doctrina la discusión acerca de su validez en determinados supuestos; vid. BOIZARD, «L'abus de minorité», en *Rev. Soc.*, 1988, pp. 356 y ss.

⁽¹²⁷⁾ Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización...*, cit., p. 200, destaca un supuesto de retirada forzosa de acciones muy al uso en el Derecho alemán y que tiene su origen en el § 237 (3) de la *Aktiengesetz*, en donde se advierte que... *zu Lasten des Bilanzgewinns oder einer anderen Gewinnrücklage, soweit sie zu diesem Zweck verwandt werden können, eingezogen werden oder 3. Stückaktien sind und der Beschluss der Hauptversammlung bestimmt, dass sich durch die Einziehung der Anteil der übrigen Aktien am Grundkapital gemäß § 8 Abs. 3 erhöht...* Sin embargo, desde algunos sectores de la doctrina alemana se viene reclamando la incorporación al derecho societario germano de nuevos instrumentos financieros, tales como las acciones rescatables, según se nos refiere en «Reforming German Corporate Governance: Inside a Law Making Process of a Very New Natur Interview with Professor Dr. Theodor Baums», en *German Law Journal*, vol. 2 núm. 12, 200. La *Regierungskommission Corporate Governance* ha recomendado, igualmente, la creación de acciones rescatables, siguiendo el modelo del artículo 39 de la Segunda Directiva, como se destaca en BAUMS, *Company Law Reform in Germany*, p. 29 en <www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/paper100.pdf>.

calado, dado que, entre otras cuestiones, numerosas instituciones financieras francesas operaban en el mercado norteamericano, donde se emitían acciones privilegiadas y otros instrumentos financieros con la consiguiente intensificación de la deslocalización empresarial⁽¹²⁸⁾. Desde determinados sectores de la sociedad francesa, especialmente sensibles a la relativa obsolescencia de la normativa sobre valores mobiliarios, se venía reclamando una actualización del régimen legal vigente a fin de dar carta de naturaleza a nuevos productos financieros, tanto para las sociedades cotizadas como no cotizadas⁽¹²⁹⁾. Se pretendía conseguir así, entre otros objetivos, un marco normativo que permitiera homologar a las empresas francesas con sus competidoras extranjeras⁽¹³⁰⁾.

Para dar satisfacción a tales exigencias se promulgó la *Ordonnance n.º 2004-604* de 24 de junio de 2004, mediante la cual se ha procedido a introducir una amplia modificación en el régimen jurídico aplicable a los valores mobiliarios emitidos por las *sociétés par actions*⁽¹³¹⁾. La reforma ha supuesto, fundamentalmente, una significativa actualización del *Code de Commerce* (Capítulo V del Título II del Libro IV), en materia de emisión de valores mobiliarios por las *Sociétés Commerciales*, con especial incidencia en las *sociétés anonymes*, *Sociétés commandite par actions* y en las *Sociétés par actions simplifiées*. La *Ordonnance n.º 2004-604* ha venido a igualar y simplificar el régimen de las acciones privilegiadas, dado que éstas reemplazan a las *actions de priorité*, a las *actions à dividende prioritaire sans droit de vote*, y a los *certificats d'investissement* y a los *certificats de droit de vote*. Se instaure, pues, una sola categoría: *actions de préférence*, que toma como base el modelo de las *preferred shares*, propias del Derecho norteamericano. Su regulación, tras la reforma, se encuentra contenida en los artículos L. 228-11 a L. 228-20 del *Code de Commerce*.

Es indudable, pues, que la reforma se ha inspirado, fundamentalmente, en la legislación y experiencia anglo-norteamericanas, que se han amoldado a las características y fisonomía del Derecho societario francés, en la medida en que ello ha sido posible, lo que implica un hito más en la gradual liberalización y «americanización»

(128) Vid. SIMON, *The new French Company Law between freedom of contract and mistrust*, p. 2, en <www.università-bocconi.it>.

(129) En tal sentido se pronuncia, v. gr., el informe emitido por la organización empresarial *Le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)*, que puso de manifiesto las nuevas exigencias de los mercados internacionales de capitales y la necesidad de disponer de los instrumentos financieros idóneos para el desarrollo y adaptación a dichos mercados. El informe emitido en mayo de 2001 lleva como ilustrativo título: *Les actions de preference : propositions du medef pour une modernisation du droit des valeurs mobilières*. Dicho informe puede consultarse en <http://www.medef.fr/medias/upload/513_FI-CHIER.pdf>.

(130) Vid. SIMON, *The new French...*, cit., p. 4.

(131) Esta *Ordonnance* se ha promulgado en aplicación de los artículos 26 (4.º) y 35 (2.º) de la *Loi d'habilitation n.º 2003-591* de 2 de julio de 2003, que autorizó al Gobierno francés a adoptar todas las medidas necesarias a fin de simplificar el régimen aplicable a los valores mobiliarios de las sociedades comerciales. Puede consultarse en el *Journal Officiel n.º 147* de 26 de junio de 2004, p. 1162.

del Derecho corporativo francés⁽¹³²⁾. En concreto, el deseo de copiar el modelo norteamericano resulta evidente, como se ha destacado por un autorizado sector de la doctrina extranjera, hasta el punto de que la propia denominación de *action de préférence* mantiene un importante paralelismo con las *american preferred shares*⁽¹³³⁾. Con la reforma se ha ampliado el marco de libertad a la hora de configurar las previsiones estatutarias relativas a la emisión de acciones privilegiadas, cuyo uso quedó bastante restringido en el régimen anterior por su escasa y deficiente regulación⁽¹³⁴⁾.

Resulta evidente que la *Ordonnance n.º 2004-604* ha instaurado en el Derecho galo las acciones rescatables con la denominación de *actions de préférence rachetables* o *remboursables*, lo cual ya venía constituyendo una generalizada práctica en el área anglo-norteamericana y también, aunque en menor medida, en otros países continentales, como es el caso de Portugal o de nuestro país. Así, el artículo L. 228-12 del *Code de Commerce* advierte que *L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule compétente pour décider l'émission, le rachat et la conversion des actions de préférence au vu d'un rapport spécial des commissaires aux comptes*.

En realidad, esta clase de valores ha quedado configurada como una clase de acciones privilegiadas y su regulación no siempre se ajusta de modo fiel al guión previsto en la Segunda Directiva, pues en algunas cuestiones se adopta un criterio propio, como es el caso de la determinación de la competencia para decidir sobre el rescate. Un sector de la doctrina⁽¹³⁵⁾ defiende la necesidad de incorporación de una cláusula estatutaria de rescate a fin de que la recuperación de las acciones sea factible, lo cual sí que estaría en consonancia con el artículo 39.a) de la Segunda Directiva que, como es sabido, exige la previa autorización estatutaria del rescate o su previsión en el acto constitutivo con anterioridad a la posible suscripción de las *actions de préférence*. El mecanismo del rescate difiere según se trate de una sociedad anónima cotizada o no, dado que en aquélla se establece uno alternativo para los supuestos en que no exista suficiente liquidez en el mercado y como modo de garantizar, en lo posible, la desinversión del socio afectado. En los otros supuestos ha de aplicarse el tenor literal del artículo 228-12 del *Code de Commerce* y admitirse, en consecuencia, que basta la sola decisión de la junta general para acordar la práctica del rescate. Sobre esta cuestión la

(132) Así, CONAC, «The New French Preferred Shares: Moving Towards a More Liberal Approach» en *ECFR*, 2005, p. 489, <<http://www.atypon-link.com/WDG/doi/pdf/10.1515/ecfr.2005.2.4.487>>.

(133) Vid. por todos VIANDIER, «Les actions de préférence», *Juris-Classeur Periodique*, núm. 40, 2004, núms. 8 a 10. Incluso, en determinadas cuestiones concretas como la regulación de *droits particuliers* de la *action de préférence*, se ha adoptado una solución muy similar a la prevista en la *MBCA*.

(134) Cfr. VISSARA, «Présentation générale de l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions», *Revue des Sociétés*, núm. 2004-03, núm. 9, p. 466.

(135) Así, MERCADAL-JANIN: *Mémento Lefévre. Sociétés commerciale*, París, 2005, núm. 18.206, y CONAC, «The New French...», cit., p. 22.

orientación doctrinal más plausible parece ser aquella que subordina la eficacia de tal decisión a la ratificación de la junta especial integrada por los titulares de acciones afectados por el rescate, aun cuando la Ley no impone la celebración de junta especial alguna ⁽¹³⁶⁾.

El término *rachat* se reserva para los casos en que la iniciativa de la operación queda reservada a la propia sociedad, en tanto que la recompra (*remboursement*) o en terminología anglosajona *buy-back* presupone una petición o solicitud del accionista titular de los valores en cuestión. Así se desprende de la redacción del artículo 228-20 del *Code de Commerce* que se refiere, precisamente, a la emisión de acciones rescatables por sociedades cotizadas ⁽¹³⁷⁾. Ahora bien, la facultad de ejercitar el derecho de «reembolso» a que se refiere el precepto en los supuestos de dificultad de liquidez en el mercado puede colocar en dificultades económicas a la propia sociedad cotizada emisora, pues los accionistas pueden ejercitar tal facultad en momentos de dificultad financiera, agravándose así su situación económica, con lo que el riesgo que ha de soportarse en la emisión de acciones rescatables aumenta considerablemente. De otro lado, se discute si el rescate de las *actions de préférence* comporta un derecho de oposición de los acreedores, como parece que se sostiene por algunos o, por el contrario, tal derecho sólo se mantiene para el caso de conversión, puesto que la nueva normativa no prevé expresamente tal garantía en caso de rescate ⁽¹³⁸⁾.

El porcentaje máximo de acciones privilegiadas en el capital social de la compañía no puede exceder de una cuarta parte si es cotizada y del cincuenta por ciento en caso contrario. El contenido de las acciones privilegiadas rescatables puede ser enormemente amplio y flexible, tanto en lo que respecta a sus derechos políticos como económicos, pudiendo autorizarse al órgano de administración la ejecución del rescate.

En definitiva, parece que la regulación francesa en materia de acciones rescatables está huérfana de una más adecuada sistemática, puesto que estos valores son por antonomasia títulos privilegiados cuyo contenido resulta ser muy laxo y sujeto a una amplia libertad contractual, de modo que los derechos de los socios minoritarios no están adecuadamente garantizados por normas de carácter imperativo. Evidentemente, ello no contribuye a establecer los mecanismos tendentes a resolver adecuadamente las múltiples cuestiones que se plantean relacionadas con la problemática inherente a la emisión de esta clase de acciones.

⁽¹³⁶⁾ Vid. VIANDIER, «Les actions...», cit, p. 1528, y MESTRE, «Les actions de préférence», *Revue Lamy droit des affaires*, núm. 78, 2005, p. 368.

⁽¹³⁷⁾ Se advierte en dicho precepto que: *Lorsque les actions de préférence sont inscrites aux négociations sur un marché réglementé, elles peuvent être rachetées ou remboursées, à l'initiative de la société ou du porteur, si le marché n'est pas liquide, dans les conditions prévues par les statuts.*

⁽¹³⁸⁾ Cfr. MORTIER, «Rachat d'actions et actions rachetables», *Rev. Sociétés*, núm. 3, 2004, p. 652, que sostiene una tesis favorable y contraria a la que se defiende en VIANDIER, «Les actions...», cit, p. 1528.

C) La *clausola di riscatto* en el Derecho italiano

1. Antecedentes

En la práctica societaria italiana no ha sido infrecuente el rescate de acciones, al margen de la fórmula prevista en la Segunda Directiva CEE. De hecho, la doctrina había venido discutiendo acerca de la posibilidad de incluir en los estatutos sociales cláusulas relativas al rescate de acciones, a pesar de la falta de previsiones legales específicas sobre la materia, aun cuando la práctica jurisprudencial no había sido ajena a esta cuestión⁽¹³⁹⁾. Tras la reforma del Derecho societario italiano operada en virtud del Decreto Legislativo de 17 de enero de 2003 n. 6, publicado en la *Gazzetta Ufficiale* del 22 de enero de 2003, n. 17⁽¹⁴⁰⁾ (*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative*) se ha admitido expresamente la *clausola di riscatto*.

En realidad, la acogida de las acciones rescatables por parte del Derecho italiano viene a reflejar, en cierto modo, toda la filosofía que ha inspirado la reciente reforma del Derecho societario en ese país, al menos en lo tocante a la estructura financiera de la *società per azioni*⁽¹⁴¹⁾, de la que no ha sido ajena el Decreto legislativo de 24 de febrero de 1998, n. 58⁽¹⁴²⁾, relativo a la intermediación financiera y otros extremos relacionados con la disciplina del mercado y los instrumentos financieros.

2. Derecho de separación del socio y cláusula de rescate

La posibilidad de insertar una cláusula de rescate se encuentra reglamentada en el artículo 2.437-*sexies* *Codice Civile*, que está incardinado en la Sección X del Capítulo V y cuya finalidad es la de regular la modificación estatutaria⁽¹⁴³⁾.

Desde un punto de vista sistemático puede ser censurable que todas las relaciones jurídicas que se generan con ocasión del ejercicio del derecho de rescate se encuentren

(139) Así, PORTALE, «Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto», *Riv. Soc.*, 1982, p. 703; CALVOSA, L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milán, 1995, p. 87, y PERRINO, *La tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milán, 1997, p. 26. Un criterio jurisprudencial acerca de la validez de esta cláusula puede observarse, entre otros muchos, en el pronunciamiento del *Tribunale Milano* de 14 de julio de 1988 en *BBTC*, 1991, p. 106.

(140) Puede consultarse en <http://www.giustizia.it/cassazione/leggi/dlgs6_03.html>.

(141) En tal sentido cfr. VITALI, «Classes of Shares redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of the Redeemable Shares», vol. 10.2, *Electronic Journal of Comparative Law* (octubre de 2006), <<http://www.ejcl.org>>, p. 30.

(142) Cfr. el Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998, n. 58, «*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*». Publicado en la *Gazzetta Ufficiale* n. 71 del 26 de marzo de 1998, *Supplemento Ordinario* n. 52.

(143) Se advierte en dicho precepto: *Le disposizioni degli articoli 2437-ter e 2437-quater si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci. Resta salva in tal caso l'applicazione della disciplina degli articoli 2357 e 2357-bis.*

reguladas junto a otras normas que gobiernan la modificación estatutaria. Una posible justificación de tal ubicación sistemática podría residenciarse en la intención del legislador de vincular la cláusula del rescate a la modificación estatutaria. El ejercicio del rescate puede comportar una reducción del capital social, lo que requiere de modo necesario una modificación de los estatutos sociales. De otro lado, cabría entender que el legislador italiano parte de la base de que separación y rescate constituyen dos expedientes por los que, en definitiva, el socio abandona la estructura accionarial de la compañía. Por ello, para entender adecuadamente la problemática que pueda suscitarse en torno a las acciones rescatables en el Derecho italiano, ha de tenerse presente que la regulación del rescate se inserta legalmente en la más amplia relativa al derecho de separación del socio, pues el artículo 2.437 *Codice Civile* se refiere expresamente al *diritto di recesso*. No en vano, tal derecho ha sido objeto de una de las más profundas innovaciones que ha sufrido la reciente reforma del Derecho societario italiano. No se ha trasladado, por tanto y como es fácilmente apreciable, el esquema literal previsto en la Segunda Directiva CEE, que de por sí representa un marco legal mínimo en materia de acciones rescatables, sino que el legislador italiano se ha limitado a dar carta de naturaleza a la cláusula de rescate en términos enormemente vagos y amplios, adverbando, en cierto modo, la práctica jurisprudencial habida hasta el momento. Cabe concluir, en tal sentido, que no se ha procedido a trasplantar el modelo prefijado en la Directiva, cuya finalidad, obviamente, es la de armonizar los ordenamientos de los Estados miembros en este punto. De igual modo, la reforma también se aparta de la experiencia o práctica del Derecho del Reino Unido, cuya realidad en modo alguno fue desdeñada por los criterios armonizadores contemplados en la propia Segunda Directiva CEE⁽¹⁴⁴⁾.

3. Autonomía privada y cláusula de rescate

En la reforma operada no se especifica si esta cláusula de rescate tiene un carácter singular y específico para cada caso o, por el contrario, ha de entenderse que posee una naturaleza amplia y genérica. Esto último es lo que parece desprenderse en virtud de la ampliación del derecho de separación reconocido al socio, que responde a una intensificación en el ámbito de la autonomía estatutaria. Lo que está claro, desde luego, es que la posibilidad de insertar explícitamente la cláusula de rescate en los estatutos sociales aumenta las facultades dispositivas de la propia sociedad, en el sentido de que se deja a la voluntad y conveniencia de la sociedad la inclusión o exclusión de tal cláusula en los estatutos. En cualquier caso, la amplia libertad que en materia de rescate se concede a la autonomía privada encuentra un importante límite en función del tipo societario y de la tutela que el ordenamiento otorga a terceros, límite que tiene carácter indisponible, tal y como resulta *ex* artículos 2.473, 4 y 2.476,

(144) Sobre la divergencia entre el modelo del Reino Unido y el sistema italiano instaurado tras la reciente reforma puede consultarse, en general, VENTORUZZO, «Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition», *Texas International Law Journal*, Forthcoming, en SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=556601>>.

2 *Codice Civile*. Cierta sector doctrinal ha destacado que, dada la enorme autonomía con que ha quedado regulada la materia del rescate tras la reforma, la inserción de cualquier tipo de cláusula de rescate puede suponer la asunción por parte de la sociedad de un excesivo riesgo. En efecto, la posibilidad de introducir cualquier género de cláusula de rescate podría implicar un daño para la sociedad si la salida del socio se plantea en un momento perjudicial para los intereses financieros societarios. La minoración de ese riesgo exige que se ejercite el rescate con el adecuado equilibrio entre los intereses societarios y los del socio afectado⁽¹⁴⁵⁾.

4. *Potere di riscatto* y categoría de acción

Resulta, cuando menos, discutible aseverar de modo irrefragable que las acciones rescatables se han configurado como una clase separada de acciones, dados los términos en que se pronuncia el artículo 2.348 del *Codice Civile* (*Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*). Lo que es evidente, desde luego, es que no se ha establecido ninguna preconfiguración legal del privilegio de esta supuesta clase de acciones tal y como ocurre, por ejemplo, con alguna otra categoría de acciones, como las denominadas *azioni di risparmio*, cuyas características y contenido de derechos encuentran su específico marco regulador en los artículos 145 y ss. del Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998. Si, en definitiva, se trata de una nueva clase de acciones, lo que parecería la solución más coherente, habrá de entenderse que resulta aplicable el artículo 2.376 del *Codice Civile*, que prevé la aprobación de la junta especial en los casos de modificación perjudicial para los derechos de toda clase de acciones.

De otro lado, del tenor literal del artículo 2.437-*sexies* podría inferirse que el ejercicio del derecho de rescate (*call option*) corresponde, bien a la sociedad, bien a los accionistas titulares de títulos redimibles. En los términos en que ha quedado redactado el precepto no se prevé que la facultad de rescate pueda corresponder a un tercero⁽¹⁴⁶⁾. Dados los pocos términos en que se pronuncia la norma, tampoco queda claro si las condiciones del rescate, tales como el plazo y forma, han de quedar fijadas en los estatutos o si el órgano de administración tiene facultad para determinarlas, lo cual desmerece el atractivo de tales valores desde el punto de vista de los potenciales inversores. En definitiva, son múltiples los problemas que plantea la norma, dado su escaso desarrollo, que ni siquiera entra a determinar el límite de emisión de acciones rescatables, con lo que podría plantearse hipotéticamente la paradójica situación según la cual la totalidad del capital pudiera ser redimido.

⁽¹⁴⁵⁾ Vid al respecto BERGAMINO, «Il recesso dei soci in società di capitali: fattispecie derogabili e fattispecie statutarie», *Rivista La Practica Forense*, <<http://www.lapraticaforense.it/articolo.php?idart=75>>.

⁽¹⁴⁶⁾ Sobre tal cuestión vid. PACIELLO, «Art. 2.437-*sexies*- Azioni riscattabili», *Società di capitali- Commentario*, a cura di Niccolini y D'Alcontres, Nápoles, 2004, p. 1146.

BIBLIOGRAFÍA

- AGUILERA RAMOS, «Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, volumen, 1.º, Madrid, 1994.
- ALEXANDER y ARCHER, *Miller International Accounting / Financial Reporting Standards Guide*, CCH Tax and Accounting, 2006.
- ALONSO ESPINOSA, «Configuración estatutaria de las acciones», *RGD*, julio-agosto, 1990.
- ALONSO LEDESMA, «La reforma de la sociedad cotizada», *RdS*, 1999.
- ANTILL y LEE, *Company Valuation under IFRS, Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards*, Harriman House Limited, 2005.
- ANDERSON y KEENAN, «Redemption and purchase of own shares», *Accountancy* (ISSN: 001-4664), 1987.
- ANGULO RODRÍGUEZ, «Las obligaciones convertibles en acciones en el texto refundido de la Ley de Sociedades anónimas», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, tomo I, homenaje a Evelio Verdura y Tuells, Madrid, 1994.
- ANGULO RODRÍGUEZ, «Tipos y cláusulas especiales en la financiación mediante emisión de obligaciones», *RDFHP*, 106-107, 1973.
- ANTUNES, «Perspectives of Portuguese Corporation Law – System and Current Developments», *European Company and Financial Law Review*, v. 2, 2005.
- APARICIO, Luis, «Los nuevos tipos de acciones», *El País*, 28 de febrero de 1999.
- ARRANZ PUMAR, «Notas de actualidad. Mercado de Valores», *DN*, 1998.
- ARROYO, «El capital autorizado», *RDM*, 1985.
- ASCENSÃO, José de Oliveira, *As Acções in Direito dos Valores Mobiliários* (obra colectiva), vol. II, Coimbra, 2000
- BALLANTINE, *On Corporation*, Chicago, 1946.
- BUMS, *Company Law Reform in Germany*, en <www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/paper100.pdf>.
- BAUMS, T. y KIEM, R., «Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital», *Arbeitspapiere*, núm. 118, Institut für Bankrecht, Frankfurt am Main, 2003.
- BELTRÁN SÁNCHEZ, «Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, homenaje a Evelio Verdura y Tuells, t. I, Madrid, 1994.
- BERCOVITZ, A., «El derecho del mercado de capitales», *RDBB* núm. 29, 1988.
- BERGAMINO, «Il recesso dei soci in società di capitali: fattispecie derogabili e fattispecie statutarie», *Rivista La Pratica Forense*, en <<http://www.lapraticaforense.it/articolo>>.

- BÉRGAMO, *Sociedades Anónimas (Las acciones)*, I, Madrid, 1970.
- BERLE y MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York, 1932.
- BERTRÁN MENDIZÁBAL, «Las sociedades en pérdidas: especial referencia a la normativa del Mercado de Valores», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, t. I, homenaje a Evelio Verdura y Tuells, Madrid, 1994.
- BESLEY y BRIGHAM, *Essentials of Managerial finance*, Thomson South-Western, 2005.
- BIRDS, «Report from the United Kingdom», *European Company Law*, v. 3, 2006, *issue* 1, pp. 47—50 .
- BLANCO CAMPAÑA, «La adquisición por la sociedad de sus propias acciones», *RDBB*, 1981.
- BOIZARD, «L'abus de minorité» en *Rev. Soc.*, 1988.
- BOYLE & BIRD, *Company Law*, Bristol, 2004.
- BURGESS, *Corporate Finance Law*, Londres, 1992.
- BROSETA PONT, «Acciones: clases y régimen jurídico», AA.VV., en *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987.
- BROSETA PONT y MARTÍNEZ SANZ, *Manual de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 2009.
- BRUNETTI, *Trattato del Diritto delle società*, II, Milán, 1948.
- BUXBAUM/HOPT, *Legal Harmonization and the Business Enterprise: Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the USA*, Berlín, 1988.
- CAEIRO y NOGUEIRA, *Código comercial. Código das sociedades comerciais. Legislação complementar Coimbra*, 1988.
- CALVOSA, L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milán, 1995.
- CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, Turín, 1999.
- CEA GARCÍA, *Análisis contable de la reversión de activos*, Madrid, 1990.
- CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007.
- CHAVES RIVAS, «Condena a la emisión de declaraciones de voluntad: Aspectos sustantivos y procesales», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 696, 2006.
- CHEFFINS, *Company Law*, Londres, 1997.
- CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2006.
- CLARK, *Corporate Law*, Boston, 1986.
- CLAUDE, «Redeeming your preferred stocks in France», *IFLR*, vol. XIII, 1994.
- CONAC, «The New French Preferred Shares: Moving Towards a More Liberal Approach» en *ECFR*, 2005, <http://www.atypon-link.com/WDG/doi/pdf/10.1515/ecfr.2005.2.4.487>.

- CORDONNIER, «L'unification des actions de capital et des actions de *jouissance*», *J. Soc.*, 1947.
- COURTNEY, *The Law of Private Companies*, Dublín, 2002 (reimpresión 2003).
- CUESTA RUTE, «Clases especiales de acciones y su problemática», en *Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública*, 1973.
- DANA-DEMARET, *Le capital social*, París, 1998.
- DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho mercantil*, I, Jaén, 1977.
- DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho Mercantil*, I, vol. 2, Madrid, 1978. El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución, Madrid, 1996.
- DE LA VEGA BENAYAS, Teoría, aplicación y eficacia de las normas del Código civil, Madrid, 1976.
- DE LA VEGA JIMÉNEZ/MONGE LOZANO/DOMÍNGUEZ CASADO, «Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables», *AF*, 1999.
- DI SABATO, *Manuale delle Società*, Turín, 1990.
- DOMÍNGUEZ GARCÍA, «La obligación como título. El sindicato de obligacionistas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994.
- DUQUE, «Introducción a la protección de los derechos del accionista frente a los acuerdos de la mayoría», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, v. I, Madrid, 1994.
- ANTUNES, Engrácia, «An economic analysis of portuguese corporation law —system and current development—», en <http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/antunes.pdf>.
- ESPÍN GUTIÉRREZ, La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la Sociedad Anónima, Madrid, 1997.
- ESPÍN GUTIÉRREZ, «La nueva regulación del capital-riesgo en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre», *RdS*, 26, 2006.
- Evers, Le rachat d'actions propres : Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux, Bruselas, 2001.
- FARRAR, *Company Law*, Londres-Edimburgo, 1998.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, *Introducción a las finanzas*, Madrid, 1994.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, 1990-4.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, «El capital autorizado», AA.VV., en *Derecho de sociedades anónimas*, III, v. 1, Madrid, 1994.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, «La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas», AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, Madrid, 2006.
- FERNÁNDEZ y GARCÍA OLALLA, *Las decisiones financieras de la empresa*, Barcelona, 1992.

- FERRARA jr./CORSI, *Gli Imprenditori e le Società*, Milán, 1992.
- FERRI, «La tutela delle minoranze nelle società per azioni», *Dir. prat. com.*, 1932, I.
- FOX/BOWEN, *The Law of private companies*, Londres, 1991.
- FREE, *Società pér azioni*, Berlire, 1973.
- GARCÍA RUBIO, *Comentarios al Código Civil*, AA.VV., Valladolid, 2010.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones rescatables», *La Ley*, 1999.
- GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El Nuevo Régimen Jurídico de la Sociedad Anónima*, Granada, 1991.
- GARCÍA-CRUCES, «La eficacia jurídica del Derecho comunitario de sociedades no desarrollado en la legislación interna», *ADC*, t. XLV, f. I, 1992.
- GARCÍA-CRUCES, «Las acciones rescatables», *La Ley*, 1999.
- GARCÍA-CRUCES, «Consideraciones en torno a la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en materia de Sociedades», *RDM*, 202, 1991, pp. 731 y ss.
- GARRIDO PALMA, «Autonomía de la voluntad y principios configuradores. Su problemática en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, II, Madrid, 1996.
- GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, I, 1976.
- GARRIGUES y URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomos I y II, Madrid, 1953.
- GINER, «La naturaleza económica y contable del fondo de reversión», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, julio-septiembre, 1991.
- GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952.
- GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades*, t. I, Madrid, 1976.
- GÓMEZ MENDOZA, «Algunas cuestiones en materia de acciones y obligaciones en el proyecto de estatuto de sociedad anónima europea», en AA.VV., *Estudios y textos de Derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea*, dirigido por GIRÓN TENA, Madrid, 1978.
- GÓMEZ MENDOZA, «Acciones sin voto», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994.
- GÓMEZ MENDOZA, «Acciones sin voto», *RdS*, 1999-2.
- GOWER, *Principles of modern company Law*, Londres, 1992.
- HENN/ALEXANDER, *Laws of corporations and other business enterprises*, 3.^a ed., St. Paul, Minn., 1983.
- HOPKINS, «The effect of financial statement classification of mandatorily redeemable preferred stock on financial analysts' stock price judgements: an experimental analysis», University of Texas, *Dissertation Abstracts I-A* 7/02, 1996.

- HOWELLS, P./BAIN, K., *The economics of money, banking and finance*, 2.^a ed., Prentice Hall, 2002.
- IGLESIAS PRADA, «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», en AA.VV. *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1980.
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, «La acción como parte del capital y como conjunto de derechos», *DN* (1990-1991).
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ y DÍAZ MORENO, «Apuntes de urgencia sobre las modificaciones introducidas en la Ley Cambiaria y del Cheque por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma del Mercado de Valores», *RDBB*, 1998.
- JOHNSON & McLAUGHLIN, *Corporate finance and the Securities Laws*, Aspen, 2006.
- KARMEL, «Is it time for a Federal Corporation Law?», *BLR*, 1991.
- KEENAN y RICHES, *Bussines Law*, Londres, 2002.
- KIRCHNER y SALINAS, *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999.
- LENER, *Dizionario delle Società*, Milán, 1997.
- LEVI y SEGAL, «The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on Firms' Decision to Issue Hybrid Securities», 2005, en SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=861685>>.
- LEYTE, «The regimen of capital maintenance pertaining to public companies, its reform and alternatives», *European Bussines Law Review*, abril, 2004, pp. 86-92.
- LOJENDIO OSBORNE, «Aportaciones sociales», en *Comentario al régimen legal de las Sociedades mercantiles*, t. III, v. 3.^o, dir. por Uría, Menéndez, Olivencia, Madrid, 1994.
- LÓPEZ SÁNCHEZ, «Reducción del capital y protección de los acreedores sociales», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. 2, Madrid, 1994.
- MAHONEY y WEINSTEIN, «The appraisal remedy and merger premiums», en *American Law and Economics Review*, v. 1, 1999, pp. 239-275.
- MAITLAND-WALKER, *Guide to European Company Laws*, Londres, 1997.
- MARTÍN GARCÍA, «Acciones sin voto y acciones rescatables», AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, Madrid, 2006.
- MARTÍN PASTOR, «La ejecución provisional y las condenas a emitir una declaración de voluntad», *Práctica de Tribunales, Revista de Derecho Procesal Civil y Mercantil*, núm. 49, 2008.
- MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información de la sociedad», en 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*, tomo I, Madrid, 2006.

- MARTÍNEZ NADAL, *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*, Madrid, 1996.
- MASSAGUER, «El capital nominal», *RGD*, julio-agosto, 1990.
- MAYSON, FRENCH & RYAN, *Company Law*, Londres, 1989-99, pp. 241 y ss.
- McCORMICK & CREAMER, *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*, Londres, 1987.
- MENÉNDEZ BELTRÁN, «Las acciones sin voto», en Uría, Menéndez y Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1.º, Madrid, 1994.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, «Absentismo de los accionistas y desequilibrio de poder en la sociedad anónima», *Estudios homenaje a F. de Castro*, II, Madrid, 1988.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, «Introducción» en AA.VV., *La reforma del Derecho español de las sociedades de capital*, Madrid, 1987.
- MERCADAL-JANIN, *Mémento Lefèbvre. Sociétés commerciale*, París, 2005.
- MERLE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, París, 1996.
- MESTRE, «L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé)», en *Rev. soc.*, 1989.
- MESTRE, «Les actions de préférence», *Revue Lamy droit des affaires*, núm. 78, 2005.
- MORTIER, «Rachat d'actions et actions rachetables», *Rev. Sociétés*, núm. 3 2004, núm. 34, p. 652.
- MOTOS GUIRAO, «La separación voluntaria del socio en el Derecho mercantil español», *RDN*, 1956.
- MURPHY, «Market perceptions of redeemable preferred stock: debt versus equity classification», *Dissertation Abstracts I-A 57/01*. University of Kentucky, 1996.
- NORTHEY & LEIGH, *Introduction to Company Law*, Londres, 1983.
- OLECK, HOWARD L., assisted by Winifred R. HIGGINS, *Modern corporation law*, v. 3: *Shareholders and third parties*, Indianápolis, 1959.
- OTERO LASTRES, «Dividendos pasivos», en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades Mercantiles*, tomo IV, vol. 1.º, Madrid, 1994.
- PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de las sociedades de capital*, Madrid, 1987.
- PAZ-ARES, *¿Dividendos a cuenta de votos?*, Madrid, 1996.
- PAZ-ARES, en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 2006, tomo I.
- PACIELLO, «Art. 2.437-sexies», *Azioni riscattabili, Società di capitali- Comentario*, a cura di Niccolini y D'Alcontres, Nápoles, 2004.

- PENNINGTON, *Company Law*, Londres, 1990.
- PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia/Zaragoza, 1973, p. 91.
- PÉREZ DE LA CRUZ (con la colaboración de Auriolos), «La reducción de capital», en Uría, Menéndez y Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VII, v. 3.º, Madrid, 1995.
- PERRINO, *La tecnica di esclusione del socio dalla società*, Milán, 1997.
- POLO SÁNCHEZ, «La reforma y adaptación de la Ley de Sociedades Anónimas a las Directivas de la Comunidad Económica Europea», en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991.
- PORTALE, «Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto», *Riv. Soc.*, 1982.
- POUTIANEN, «Shareholders and Corporate Governance», *European Business Law Review*, marzo-abril, 2001, pp. 67-75.
- PRIME & SCANLAN, *The Law of Private Limited Companies*, Londres/Dublín/Edimburgo, 1996.
- QUINTANA CARLÓ, «El capital social», en AAVV., *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, dirigido por Ángel Rojo, Madrid, 1987.
- RIPERT/ROBLOT, *Traité de Droit Commercial*, París, tomo I, 1996.
- ROCA FERNÁNDEZ, «La delegación en los administradores del aumento de capital», *RdS*, 1996, núm. 4.
- RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, «Reembolso y rescate de las obligaciones», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, coordinado por Alonso Ureba, Duque Domínguez, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero, Madrid, 1994.
- RODRÍGUEZ VAZ FERREIRA, *Aquisição de ações próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, 1994.
- SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, *El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid, 1990.
- SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Madrid, 1996.
- SÁNCHEZ, A., «Acciones preferentes y acciones rescatables: Nueva regulación» en *Temas de actualidad*, núm. 71, 1998.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento y reducción de capital», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1990.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, «A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo», *RCDI*, 1992.

- SÁNCHEZ ANDRÉS, «La acción y los derechos del accionista», en Uría, Menéndez y Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1., Madrid, 1994.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentarios», *RDBB*, núm. 71, julio/septiembre de 1998.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad Anónima Modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, «La sociedad anónima y el mercado», *RdS*, núm. 14, 2000.
- SÁNCHEZ CALERO, «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español», *RDBB*, 1991.
- SÁNCHEZ CALERO, «La división del capital en acciones», AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. V, v. 1.º, *Capital y Acciones*, Madrid, 1994, pp. 15 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, *La Sociedad Cotizada en Bolsa en la evolución del derecho de sociedades* (Discurso leído el día 26 de marzo de 2001 en el Acto de su recepción como académico de número), Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001.
- SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil*, I, Navarra, 2006.
- SÁNCHEZ DE MIGUEL, «La reducción del capital social: Modalidades y requisitos», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. 2, Madrid, 1994.
- SCOTT SLORACH y ELLIS, *Bussines Law*, Londres, 2000.
- SCHMITTHOFF, *Palmer's Company Law*, I, Londres-Edimburgo, 1987.
- SEQUEIRA MARTÍN, «La reducción y el aumento de capital simultáneos según el artículo 169 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, 2, Madrid, 1994.
- SIMON, «The new French Company Law between freedom of contract and mistrust», en <www.università-bocconi.it>.
- SMITH & KEENAN, *Company Law for Students*, Londres, 1993.
- SPADA, «Primo Commento alla legge 7 giugno 1974, núm. 216: le azioni di risparmio», *Riv. Soc.*, 1974.
- SUÁREZ LLANOS, «Sobre la separación de un socio en las sociedades de personas», *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a R. Uría*, Madrid, 1978.
- SUÁREZ SUÁREZ, *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Madrid, 1993.
- TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padua, 1980.
- TAPIA HERMIDA, Antonio, «La emisión de obligaciones», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, coordinado por Alonso Ureba, Duque Domínguez, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero, Madrid, 1994.

- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, «Obligaciones convertibles en el Derecho español», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, coordinado por Alonso Ureba, Duque Domínguez, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero, Madrid, 1994.
- TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas (Estudio de la legislación mercantil del mercado de valores)*, Madrid, 1992.
- URÍA/MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 2006, tomo I.
- VAN HILLE, Jean-Marie, *La société Anonyme*, Bruselas, 1990.
- VELASCO ALONSO, *La separación del accionista*, Madrid, 1976.
- VELASCO SAN PEDRO, «STS de 21 de marzo de 1986: Sociedades Anónimas: distinción entre amortización y reembolso de acciones. Relación entre reembolso y reducción del capital social. Aplicación del régimen general a las sociedades de economía mixta», *CCJC*, 1986.
- VELASCO SAN PEDRO, «La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas», *RdS*, 11, 1999.
- VELASCO SAN PEDRO, *Negocios con acciones y participaciones propias*, Valladolid, 2000.
- VENTURA RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra, 1992.
- VENTORUZZO, «Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition», *Texas International Law Journal*, Forthcoming, disponible en SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=556601>>.
- VIANDIER, «Les actions de préférence», *Juris-Classeur Periodique*, núm. 40, 2004, núms. 8 a 10.
- VICENT CHULIÁ, «El régimen de las acciones en el Proyecto de Ley de Reforma», en AA.VV., *El nuevo Derecho de las Sociedades de Capital*, dirigido por Quintana Carlo, Zaragoza, 1989.
- VICENT CHULIÁ, *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, t. I, v. 1.º, Barcelona, 1991.
- VICENT CHULIÁ y SALINAS ADELANTADO, «Derecho de Sociedades y Mercado de Valores (Cambios en la Ley de Sociedades Anónimas introducidos por las Leyes 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores y 50/1998 de 30 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social)», *La Ley*, 1999.
- VILLACORTA, «Contabilización de las acciones rescatables», *Plan Contable*, junio, 2010.
- VISSARA, «Présentation générale de l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions», *Revue des Sociétés*, núm. 2004-03, núm. 9.
- VITALI, «Classes of Shares redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of the Redeemable Shares», vol. 10.2, *Electronic Journal of Comparative Law* (octubre de 2006), <<http://www.ejcl.org>>.

- WAINMAN, *Company Structures: Law, Tax and Accounting for Companies and Groups Growing Evolving*, Londres, 1995.
- WARENDORF, THOMAS & WYMEERSCH, *Belgian company Law*, Países Bajos, 1997.
- WARSAME, «Tax planning and financial reporting costs: a study of the canadian market for redeemable preferred shares», Calgary, *Dissertation Abstracts I-A* 57/01, 1996 (ISBN 0-612-0437-3).
- YANES YANES, *Las acciones rescatables en la Sociedad Cotizada*, Madrid, 2004.

CRÓNICA

EL FIADOR «VULNERABLE» Y SU PROTECCIÓN POR EL DERECHO

PABLO GÓMEZ-BLANES

*Profesor Ayudante Doctor
Universidad de Navarra*

RESUMEN

Es creciente la preocupación por la suerte del garante de deuda ajena, en especial cuando no tiene interés directo en la operación asegurada. Los Derechos de nuestro entorno han prestado particular atención al tema, que, sin embargo, no ha visto un reflejo adecuado en la doctrina española. Tras analizar distintos medios de protección según el tipo de fiador, el trabajo se centra en la posibilidad de impugnar la garantía por onerosidad excesiva. La propuesta que se somete a consideración procura integrar el deber formal de consejo independiente, propio de la doctrina anglosajona, dentro de los planteamientos jurisprudenciales más amplios que le dieron origen. También relativiza el excesivo énfasis que la doctrina alemana hace del requisito de desproporción entre la cuantía asegurada y el patrimonio del fiador. Finalmente, el trabajo se refiere al especial deber de diligencia de las entidades crediticias cuando el fiador puede considerarse técnicamente como un fiador de consumo.

Palabras clave: *fiador, garante por deuda ajena, accesoriidad, responsabilidad subsidiaria, onerosidad excesiva, coacción, influencia indebida, rescisión, consumidor, cláusulas abusivas, operaciones fuera del establecimiento.*

ABSTRACT

Concern is growing about the fate of surety for another person's debt, especially when the guarantor has no direct interest in the secured credit. European Legal systems have paid particular attention to this issue, which, however, has not received proper attention by Spanish legal doctrine. After reviewing different means of protection according to the type of surety, this paper focuses on the possibility of setting aside manifestly onerous suretyships. This proposal attempts to integrate the formal duty of independent advice, typical of the common law world, within the broader case law approaches that gave birth to it. This paper's approach also downplays the excessive emphasis that the German approach makes on the disparity between the amount secured and the guarantor's assets. Finally, this paper makes reference to the special duty of care of banks when the guarantor may be technically considered as a consumer security provider.

Key words: *surety, security provider, accessory liability, subsidiary liability, manifestly disproportionate suretyships, duress, undue influence, rescission, consumer, unconscionable clause, door-to-door security transactions.*

SUMARIO

1. LA FIANZA, NEGOCIO JURÍDICO DE RIESGO.
 2. EL PRINCIPIO DE DETERMINABILIDAD EN LA PROTECCIÓN DEL FIADOR.
 3. LA ACCESORIEDAD FAVORABLE AL FIADOR.
 4. LOS BENEFICIOS DE EXCUSIÓN Y DIVISIÓN EN PROTECCIÓN DEL FIADOR NO PROFESIONAL.
 5. LA RELACIÓN DE COBERTURA Y EL FIADOR CON INTERÉS.
 6. EL FIADOR SIN INTERÉS Y LA IMPUGNACIÓN DE LA GARANTÍA POR ONE-ROSIDAD EXCESIVA.
 - a) **Planteamiento de la cuestión.**
 - b) **Aproximaciones doctrinales.**
 - c) **Propuesta de regulación.**
 - d) **El caso particular del cónyuge fiador.**
 7. LA PROTECCIÓN DEL FIADOR DE CONSUMO.
 8. HUMANIDAD Y DERECHO EN LA PROTECCIÓN DEL FIADOR.
-

1. LA FIANZA, NEGOCIO JURÍDICO DE RIESGO

La fianza es un negocio jurídico de riesgo, especialmente cuando el fiador no tiene un interés directo en la garantía. Es conocida la máxima «fía y pagarás». Esta idea también ha quedado plasmada en la sabiduría popular alemana: «*Wer bürgt, wird gewürgt*» (quien fía, se ahoga), que podría traducirse libremente como «quien fía, se pone una soga al cuello». Los peligros de la fianza son harto difíciles de apreciar, pues el garante no sufre, en el momento presente, ningún sacrificio patrimonial y se abandona a una expectativa, a menudo engañosa, de no ser finalmente reclamado de pago⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Los proverbios que advierten sobre el peligro de la fianza son innumerables: «no seas de los que chocan la mano, de los que salen fiadores de deudas, que si no tienes con qué pagar te quitarán la cama en que te acuestas» (Proverbios 22.26-27 = Pr); «no seas fiador más allá de tus posibilidades; si has prestado fianza, estate tan inquieto como si debieses pagar» (Libro de Ben Sirac 8.16 = Si); «la fianza ha arruinado a mucha gente honesta, y les ha sacudido como ola del mar» (Si 29.24). Otros proverbios: «si saliste fiador de tu prójimo, si estrechaste la mano de un extraño, si te has enredado con las palabras de tus labios, si quedaste atrapado por los dichos de tu boca, haz lo siguiente, hijo mío, para escapar pues caíste en manos de tu prójimo. No concedas sueño a tus ojos, ni sopor a tu mirada. Escapa, como la cierva de la mano, como el pájaro de la mano del lacero» (Pr 6.1-5); «se perjudica quien sale fiador de un extraño, y vive tranquilo quien es enemigo de avales» (Pr 11.15); «hombre falto de inteligencia choca cualquier mano, sale fiador de cualquier vecino» (Pr 17.18). Asimismo, los hay que interpelan a la conciencia y a la responsabilidad moral del deudor frente a su fiador: «no olvides el favor de tu fiador, pues él se ha empeñado por ti» (Si 29.20); «el pecador dilapida los bienes de su fiador, y el desagradecido abandonará al que le salvó» (Si 29.22).

Con objeto de proteger al fiador, la normativa sobre la fianza suele exigir una serie de medidas dirigidas a asegurar la voluntad consciente y libre del fiador. Éste ha de tomar debida conciencia de la obligación que asume; ha de estar prevenido. Es preciso proteger al fiador también de su propia imprudencia de contraer obligaciones menos aparentes por no suponer una inmediata merma patrimonial.

Pero, como las garantías de deuda ajena son un instrumento esencial para revitalizar el crédito, a la par que protegerlas hay que favorecerlas. La concesión de crédito es en gran parte una cuestión de confianza; cuando una de las partes anticipa su prestación, confía en que la otra realice en un momento posterior su contraprestación: el acreedor confía que el beneficiario del préstamo lo devuelva, que el crédito prorrogado sea finalmente satisfecho, que los plazos pactados para el pago se cumplan. Por el contrario, la exigencia de garantía es expresión de desconfianza, desconfianza en la solvencia del tomador del crédito, preocupación ante una posible crisis económica. En realidad, la fianza viene a ser como una «prótesis» que genera confianza en el tráfico jurídico⁽²⁾. Ciertamente, es preciso proteger al fiador, pero, al mismo tiempo, debe promoverse la institución y facilitarse su operatividad; esto exige impedir que quede desprotegido, pero también evitar que resulte sobreprotegido, que a la postre puede perjudicar al propio fiador. La búsqueda del adecuado equilibrio es lo que nos proponemos con este trabajo⁽³⁾.

En protección del fiador surge de inmediato la necesidad de que su declaración contenga los datos esenciales de la obligación asumida y se plantea la cuestión de su constancia por escrito (principio de determinabilidad), así como surge también la necesidad de que, en cuanto fiador, limite su responsabilidad a su función de garantía (principio de accesoriedad). Otras medidas dependerán del tipo concreto de garante. Ciertamente, todo fiador merece protección, pero no todo fiador merece ser protegido de igual modo. Es preciso distinguir diversos niveles y grados de protección. En primer lugar, parece obvia la necesidad de distinguir según el fiador se dedique profesionalmente o no a la prestación de garantía y a la concesión de crédito. A su vez, podría ser relevante el hecho de que el fiador tuviera interés o no en la relación asegurada. También resultaría significativo si, por su relación con el acreedor garantizado, el fiador se situase en el ámbito de las relaciones de consumo.

Así pues, según el grado de protección dispensado, cabría distinguir cuatro clases o tipos de garante: a) el fiador profesional (entidad de crédito, compañía de seguro); b) el fiador que tiene algún interés en el crédito afianzado (el socio administrador que afianza las deudas sociales; la fianza prestada entre cónyuges en beneficio del patrimo-

(2) Adviértase que también hay proverbios que enaltecen la actitud generosa de quien afianza: «el hombre de bien sale fiador de su prójimo, quien perdió la vergüenza lo abandona a su suerte» (Si 29.19).

(3) Sobre la protección del fiador ya me referí en ocasiones anteriores. Cfr. Pablo GÓMEZ-BLANES, «La protección del fiador en el Derecho alemán. A propósito de la sentencia del Tribunal Constitucional alemán de 19-10-1993», *RCDI* 683 (= *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2004) 1337-1349; y Pablo GÓMEZ-BLANES, *El principio de accesoriedad de la fianza* (Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2008). Ahora me propongo un estudio más completo de la cuestión.

nio ganancial); c) el fiador que se obliga por pura benevolencia (fianza entre familiares y amigos); y d) el fiador de consumo. En este sentido, el principio de determinabilidad y el de accesoriedad son modos genéricos de protección del garante, aplicables a cualquier tipo de fiador, sea profesional o no. A estos hay que añadir otros más específicos.

En primer lugar, el garante interesado en la operación asegurada, así como el movido por razones de amistad, de hecho, pueden eludir el pago mientras no se haga previa excusión de los bienes del deudor (beneficio de orden), y están facultados para dividir el pago entre los demás cofiadores (beneficio de división), aunque podría discutirse su conveniencia, sobre todo respecto del garante movido por intereses personales. Por otra parte, respecto del fiador no profesional e interesado en la relación garantizada, cabría plantearse el modo en que la relación de cobertura pudiera trascender a la fianza. Asimismo, en la protección del fiador benevolente es de especial interés el caso particular, desarrollado por la doctrina alemana, del fiador que rescinde la fianza por desequilibrio patrimonial o, desde su aproximación anglosajona, por influencia excesiva e injustificada. Esta cuestión constituirá el eje central del trabajo. Finalmente, nos enfrentamos a la cuestión de si determinados fiadores en ciertas circunstancias podrían considerarse técnicamente como consumidores y, por ende, gozar de la protección propia de los consumidores.

El presente artículo estudia estos seis medios de protección del fiador: a) el principio de determinabilidad; b) el principio de accesoriedad; c) los beneficios de orden y división del fiador no profesional; d) la eventual remisión a la relación de cobertura en el supuesto del fiador interesado; e) la impugnación de la garantía por desequilibrio patrimonial o por influencia excesiva e injustificada del fiador desinteresado; y f) las diversas normativas especiales de protección de los fiadores en relaciones de consumo. Especial atención merecerá el referido a las garantías vulnerables y a su posible impugnación.

Aunque en este artículo nos referimos expresamente al fiador personal, lo aquí señalado podría ser sustancialmente predicable del tercero hipotecario o pignoraticio que garantiza una deuda ajena, esto es, del llamado «fiador real». En este trabajo, utilizaremos el término «fiador» en este sentido amplio, pues, sobre la cuestión planteada, coincide la *ratio* de uno y otro. Por supuesto, lo mismo debe decirse del codeudor solidario con fines de garantía. Eventuales salvedades se referirán de modo expreso.

2. EL PRINCIPIO DE DETERMINABILIDAD EN LA PROTECCIÓN DEL FIADOR

El artículo 1827.1 del Código Civil español (Real Decreto de 24 de julio de 1889, versión de 2007 = CC) establece que «la fianza no se presume: debe ser expresa y no puede extenderse a más de lo contenido en ella». En realidad, se trata de una aplicación

concreta del principio de *determinabilidad* al supuesto fideiusorio, del que deriva que la voluntad del fiador se evidencie como indubitada⁽⁴⁾.

La declaración de querer obligarse como fiador puede ser tácita y no se requiere el uso del término «fianza»; pero ha de resultar inequívoca. Se excluyen así las meras declaraciones de ciencia o conocimiento, como los informes que aseveran la honestidad y solvencia de determinado deudor y que, a lo más, pueden generar una responsabilidad extracontractual por falta de veracidad. Pero también se excluyen otras declaraciones de voluntad que manifiestan obligaciones de otro tipo, como aquella en la que se compromete a emplear todos los medios necesarios para que el deudor cumpla y que sólo genera un deber de indemnizar⁽⁵⁾.

La importancia de discernir el tipo de obligación se deja sentir con especial claridad en las llamadas «cartas de patrocinio», con las que una sociedad matriz pretende estimular que se negocie con su filial. Este tipo de declaraciones puede ser de muy diverso contenido: a) una simple puesta en conocimiento de un hecho (por ejemplo, que posee el control de la filial), o una mera declaración de intenciones (que mantendrá el control sobre la filial o que gestionará sus asuntos de forma que esté en condiciones de cumplir sus obligaciones); b) un compromiso de mantener una determinada política de gestión; y c) un compromiso de responder del cumplimiento de las obligaciones que asuma la filial. Sólo esta última modalidad de carta da lugar a una garantía en sentido estricto; los otros tipos de declaraciones originarán si acaso otra clase de responsabilidad, sea indemnizatoria (art. 1107 CC) o extracontractual por falsedad de información⁽⁶⁾.

⁽⁴⁾ Sobre el principio de determinabilidad en las garantías del crédito vid. Peter BÜLOW, *Recht der Kreditsicherheiten* (Müller, Heidelberg-Munich, 2007), pp. 245-247; y, Norbert HORN, *Bürgschaften und Garantien. Aktuelle Rechtsfragen der Bank- Unternehmens- und Außenwirtschaftspraxis* (RWS-Verl., Colonia, 2001), p. 72. En el derecho español, cfr. Vicente GUILARTE ZAPATERO, en Manuel Albaladejo (dir.), *Comentario al Código civil y Compilaciones forales 23* (2.ª edición, Edersa, Madrid, 1990), pp. 128-139.

⁽⁵⁾ Vid. la sentencia del Tribunal Supremo (= STS, Sala de lo Civil, Sección 1.ª) 720/2005, de 6 de octubre, ponente: Jesús Corbal Fernández, FJ 2.º Cfr. también, la STS (Sala de lo Civil, Sección 1.ª) 1159/1996, de 31 de diciembre, ponente: Alfonso Villagómez Rodil, FJ 1.º

⁽⁶⁾ Cfr. Francisco Javier ARAMEDIA GURREA, «La llamada “carta de confort” y su problemática jurídica», *RDBB* 16 (= *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1984), 779-806; Santiago LÓPEZ URIEL, «Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 1985», *CCJC* (= *Cuadernos Civitas de jurisprudencia civil*, Civitas, Madrid, 1986), 3313-3326; y Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Las cartas de patrocinio», en Julián Martínez-Simancas Sánchez-Alberto Alonso Ureba (coord.), *Derecho del Mercado Financiero 2.2* (Banco Central Hispanoamericano, Madrid, 1994), 217-236. Estos autores señalan con razón que las cartas de patrocinio aseguran el buen fin de la operación, pero que no pueden confundirse con la fianza, ya que no son garantías del crédito en sentido estricto. Con todo, de ahí no deriva necesariamente que no puedan incluir una auténtica garantía personal. Sobre el contenido variado de las cartas, cfr. SSTS (Sala de lo Civil, Sección 1.ª) de 16 de diciembre de 1985, ponente: Jaime de Castro García, FJ 5.º; 529/2005, de 30 de junio, ponente: Ignacio Sierra Gil de la Cuesta, FJ 1.º; y 96/2007, de 13 de febrero, ponente:

La declaración de obligarse como fiador ha de contener los datos esenciales de la obligación que se asume: designación de las personas del acreedor, del deudor principal y del fiador; indicación del crédito asegurado; y declaración de que lo afianza. La falta de alguno de los extremos expuestos hace nula la garantía. Otra cosa es que el documento, sin estar perfectamente determinado, sea determinable y contenga una relativa indeterminación en alguno de sus elementos (art. 1273 CC). La relativa indeterminación puede afectar a la existencia de la obligación asegurada (fianza en garantía de obligaciones futuras o sometidas a condición suspensiva); a su efectividad (fianza en garantía de obligaciones anulables o sujetas a condición resolutoria); a su cuantía (*fideiussio omnibus*, o fianza global o general o de máximo); o al sujeto del derecho de crédito (fianza en garantía de títulos transmisibles y fianza cambiaria)⁽⁷⁾.

Nada impide la entrega de un documento de fianza en blanco con autorización para completarlo conforme a lo convenido (no se ha fijado la persona del acreedor o la cantidad asegurada). El fiador es consciente de las lagunas y otorga la facultad de completarlo al tenedor del título conforme a unos criterios. El garante otorga al solicitante de crédito un documento de fianza en el que declara afianzar a quien se lo conceda. En este caso, el fiador no puede objetar al acreedor, dador del crédito, la nulidad de la fianza por no haberse mencionado en el documento a la persona del acreedor. Ciertamente que el acreedor no aparece expresamente designado; pero es igualmente cierto que su determinación tiene lugar con la concesión del crédito. La declaración del garante no es indeterminada, sino determinable: la persona del acreedor depende de la efectiva concesión del crédito⁽⁸⁾.

La posibilidad del documento de fianza incompleto se apoya, además, en el argumento *a fortiori* del artículo 12 de la Ley Cambiaria y del Cheque (Ley 19/1985, de 16

Juan Antonio Xiol Ríos, FFJJ 3.º y 4.º Como señala Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «De nuevo, el valor obligacional de las cartas de patrocinio. Comentario a la STS de la Sala Primera, de 13 de febrero de 2007», *RDBB* 106 (2007) 169-185, «esa doctrina jurisprudencial que se orienta a admitir la validez jurídica de las cartas de patrocinio no debe llevarnos a entender que de ello resulta en todos los casos la exigibilidad para el firmante de esas cartas del cumplimiento de una determinada obligación (...) el Tribunal Supremo parte de la admisibilidad de las obligaciones de garantía constituidas mediante este tipo de cartas y precisa las condiciones bajo las que se convierte en una declaración que vincula a su emisor, sin querer con ello señalar que cualquiera que sea el tenor de las mismas da lugar a esa obligación afín a la garantía que implica la fianza» (p. 179).

(7) Sobre la *fideiussio omnibus*, cfr. Michele FRAGALI, «La fideiussione generale», *BBTC* 1 (*Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè, Milán, 1973), 321-345; Alberto RAVAZZONI, «La fideiussione generale», *BBTC* 1 (*Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè, Milán, 1980), 257-299; y Giorgio MEO, *Impresa e contratto nella valutazione della tipicità negoziale. L'esempio della fideiussione omnibus* (Giuffrè, Milán, 1991).

(8) La fianza de deudas futuras es un ejemplo de fianza no perfectamente determinada, pero determinable. Su admisión es indudable (art. 1825 CC). Cfr. la STS (Sala de lo Civil) 148/2000, de 23 de febrero, ponente: Xavier O'Callaghan Muñoz, FFJJ 3.º y 4.º Como señala Vicente GUILARTE ZAPATERO, *Comentario...*, «tal amplísima posibilidad ha de armonizarse con el principio que proclama el carácter expreso de la fianza y con el requisito de la determinabilidad» (p. 107). La STS (Sala de lo Civil) de 12 de julio de 1985, ponente: Cecilio Serena Velloso, FJ 3.º, hace referencia *obiter dicta* a la fianza en blanco.

de julio, versión de 2010 = LCCh), que admite la letra en blanco⁽⁹⁾. El contrato de fianza se considera concluido en el momento en que el acreedor recibe completado el documento y acepta la declaración. Entre tanto, el fiador dispone de la facultad de revocarlo. El fiador queda obligado aunque el deudor, al completar el documento, se aparte de lo fijado en el convenio o se equivoque en el modo de hacerlo: el acreedor no conoce la relación interna entre deudor y garante; concede crédito en atención a la garantía y confía en el documento que le ha sido entregado⁽¹⁰⁾. Así pues, el fiador de un documento en blanco asume frente al acreedor el riesgo de que el deudor lo rellene contra sus indicaciones, sin perjuicio de poder exigir a éste, en un momento posterior, la pertinente responsabilidad.

Para mejor proteger al fiador, algunas legislaciones extranjeras, como la alemana, exigen que la declaración del fiador conste por escrito y excluyen su realización por medios electrónicos (§ 766 del Código civil alemán de 1900, versión de 2011)⁽¹¹⁾. En el Derecho español, la doctrina es unánime en negar la necesidad de una forma específica para la fianza. El carácter expreso a que hace referencia el artículo 1827 del Código Civil no impide que el fiador pueda contraer una obligación mediante una simple declaración tácita de voluntad. Sin embargo, quizá sería deseable interpretar dicho precepto en coordinación con el artículo 440 del Código de Comercio (Real Decreto de 22 de agosto de 1885, versión de 2010 = CCom) y exigir la escrita; así se aseguraría que el fiador pondera de modo reflexivo la trascendencia del acto, sin incurrir en ligerezas. Con todo, en la realidad del tráfico jurídico, la forma escrita del negocio de fianza es predominante y, se podría decir, única.

En todo caso, es claro que la mera exigencia de una forma escrita no es protección suficiente, pues, además de ser habitual, esta formalidad no implica necesariamente una prudente reflexión del fiador, libre de presiones. Por este motivo, como veremos más adelante, existe una tendencia a proteger al fiador que, por su inexperiencia comercial o debilidad de juicio, pueda considerarse especialmente vulnerable.

3. LA ACCESORIEDAD FAVORABLE AL FIADOR

El principio de accesoriadad constituye el nervio de las garantías del crédito y juega un papel decisivo en la protección del garante, sea en su nacimiento, en su

⁽⁹⁾ Según este precepto: «Cuando una letra de cambio, incompleta en el momento de su emisión, se hubiese completado contrariamente a los acuerdos celebrados, el incumplimiento de estos acuerdos no podrá alegarse contra el tenedor, a menos que éste haya adquirido la letra de mala fe o con culpa grave». El Derecho alemán también reconoce la letra en blanco (art. 10 de la Ley cambiaria alemana de 1933, versión de 2006).

⁽¹⁰⁾ Cfr. Eduardo María VALPUESTA GASTAMINZA (coord.), *Práctica cambiaria. Jurisprudencia sistematizada y referencia bibliográfica sobre Letra de cambio, Cheque y Pagaré* (Bosch, Barcelona, 2000), pp. 92-101; Gemma Angélica SÁNCHEZ LERMA, «La regulación de la letra en blanco en la Convención de las Naciones Unidas sobre letras de cambio internacionales y pagarés internacionales (Nueva York, 1988)», *RDBB* 61 (1996), 105-148; y Josefina BOQUERA MATARREDONA, «El derecho a completar la letra en blanco» *RCDI* 567 (1985), 353-378.

⁽¹¹⁾ Cfr. también el artículo 493.1 del Código de Obligaciones suizo de 1911 (versión de 2011).

ejercicio y titularidad, así como en su extinción y, en general, durante toda la vida de la relación. Así, la garantía, de un lado, presupone la validez del crédito asegurado (art. 1824 CC); y su ejecución, su previo vencimiento y exigibilidad. Además, el contenido de la garantía no puede exceder la cuantía de la obligación principal, ni sujetarse a condiciones más onerosas (art. 1827 CC). Por otro lado, su extinción o reducción favorece al garante (arts. 1847-1850 CC) y, en general, éste podrá alegar todas las excepciones y medios de defensa que pudieran corresponder al deudor principal (art. 1853 CC).

Por otra parte, ningún cambio o modificación convencional del crédito asegurado podrá perjudicarlo sin su consentimiento (art. 1827 en relación con el artículo 1257 y el principio *res inter alios acta*; arts. 1835.2 y 1851 CC). Lógicamente, este resultado es consecuencia de la combinación del principio de accesoriedad con el de relatividad negocial, por lo que no se aplica a las garantías asumidas por el propio deudor. También deriva del carácter accesorio de la fianza la necesidad de conceder al fiador ciertos medios de defensa específicos, como una excepción temporal en tanto el deudor no ejercite el derecho potestativo de impugnación, de compensación o de resolución que le pudiera corresponder. Esta regla tampoco deriva exclusivamente del carácter accesorio de la obligación asumida por el fiador, sino de su condición de tercero respecto del principal obligado, por lo que carece de sentido cuando la garantía sea prestada por el propio deudor.

Asimismo, como el fiador garantiza un crédito ajeno, de pagar, se reputará como un tercero *solvens* respecto de la deuda asegurada, y es claro que podrá reclamar posteriormente en vía de regreso contra el principal obligado (arts. 1838 y 1839 CC)⁽¹²⁾. Como es lógico, las garantías reales del propio deudor principal subsistirán y el fiador *solvens* podrá ejecutarlas para satisfacer su derecho de reintegro; también podrá dirigirse en vía de regreso contra el resto de co-garantes en la parte proporcional correspondiente (art. 1844 CC). En coherencia con lo anterior, el garante podrá negar el pago y alegar la inexigibilidad de la garantía cuando, por un hecho del propio acreedor, no pudiera subrogarse en sus derechos, garantías y privilegios (art. 1852 CC).

Ahora bien, la accesoriedad no es un rasgo pensado exclusivamente para proteger al fiador. En ocasiones favorecerá al acreedor. En este sentido, a falta de determinación convencional, se entiende que la fianza garantiza el crédito del mejor modo posible (principio de plenitud o de máxima accesoriedad de la fianza); por tanto, la garantía cubre no sólo la obligación principal, sino todos sus accesorios, incluso los gastos del juicio, entendiéndose, respecto de éstos, que no responderá sino de los que se hayan devengado después que haya sido requerido el fiador para el pago (art. 1827.2 CC). Con todo, este principio de accesoriedad plena, de máxima garantía posible, debe respetar y armonizarse con los de determinabilidad y relatividad negocial, y asimismo con las reglas de interpretación de los contratos, de manera que el fiador sólo responde de las prestaciones accesorias en la medida en que su existencia pueda deducirse del

⁽¹²⁾ El artículo 1839.2 del Código Civil me parece criticable. Cfr. al respecto Pablo GÓMEZ-BLANES, «La *condictio* de regreso por pago de tercero», *RCDI* 716 (2009), 2821-2862, en especial pp. 2843-2844 y 2854.

negocio constitutivo de la garantía. Así, si del negocio se deduce la existencia de intereses en el préstamo garantizado, la fianza se extiende a ellos por el principio de accesoriedad en grado pleno; por el contrario, si no resultan deducibles, la garantía no se extiende a ellos conforme al principio de menor transmisión del artículo 1289 del Código Civil.

Por lo demás, el fiador, además del de insolvencia, asume también el riesgo de incapacidad del deudor, pues, al repetir en vía de regreso, sólo logrará satisfacción del incapaz en la medida en que a éste le fue de utilidad (art. 1824.2 en relación con el art. 1304 CC). Su justificación es fácil de entender en atención a los intereses en juego: el acreedor que contrata con un incapaz quiere protegerse de los riesgos que pudiera conllevar la anulación de su crédito, precisamente a través de la fianza; el fiador, al obligarse, pretende facilitar la negociación con el incapaz asumiendo los riesgos de su posible impugnación. Es cierto que la garantía resulta singularmente gravosa para el fiador, pues tan sólo puede repetir en lo que le fue de utilidad; sin embargo, no resulta injustamente perjudicado, ya que, al constituir la garantía, fue consciente de la situación del deudor o debió serlo, y asumió su obligación precisamente para hacer frente a este riesgo. Por excepción, la responsabilidad del fiador se limita al enriquecimiento cuando preste la garantía sin conocer el defecto de capacidad, y sin deber conocerlo por actuar con la debida diligencia. En realidad, esta regla responde de algún modo al principio de accesoriedad plena: el fiador sólo garantiza, pero esto lo hace del mejor modo posible. Asumiendo el riesgo de incapacidad, al igual que el de insolvencia, el fiador no hace otra cosa distinta que cumplir el fin de garantía.

Por otro lado, el regreso del fiador vendrá determinado por el crédito asegurado, de manera que el fiador no podrá exigir reembolso del deudor hasta que el plazo venza (arts. 1841 CC); y el pago sin notificárselo al deudor puede perjudicar su derecho de regreso (arts. 1840 y 1842 CC). Téngase en cuenta, además, que la regulación de la fianza es sustancialmente de derecho dispositivo, y, por pacto, podrá excluirse, incluso con carácter general, como sucede con la garantía independiente o fianza a primer requerimiento. No obstante, siempre existe un mínimo de accesoriedad que viene determinado por su función de garantía. La *exceptio doli* y la *condictio* de regreso son expresión de ese mínimo de accesoriedad de la fianza a primer requerimiento.

4. LOS BENEFICIOS DE EXCUSIÓN Y DIVISIÓN EN PROTECCIÓN DEL FIADOR NO PROFESIONAL

Los beneficios de orden y división son favores *ex lege* dirigidos a paliar el rigor de la solidaridad en la ejecución entre fiador y deudor y entre los cofiadores, respectivamente. El beneficio de orden o excusión se justifica en razones de equidad, que atienden a la condición del fiador como deudor subsidiario. Lo razonable es que pague el deudor y, sólo en su defecto, que lo haga el garante. Éste es el orden lógico, natural y que cabría esperar en el proceder del acreedor (arts. 1830 y 1832 CC)⁽¹³⁾. Al igual que

⁽¹³⁾ Este beneficio de excusión también corresponde al subfiador, tanto respecto del fiador como del deudor principal (art. 1836 CC).

el de excusión, el beneficio de división se justifica en razones de equidad que atienden al carácter subsidiario de cada cofiador respecto de la cuota de los demás. Es razonable que el acreedor exija a cada cofiador la parte de riesgo del que responde directamente y reparta así entre los garantes las consecuencias que resultan de la insolvencia del deudor garantizado.

El acreedor que sea negligente en la excusión deberá soportar las consecuencias de la posterior insolvencia del deudor (art. 1833 CC). Lo mismo habría que decir respecto del beneficio de división: el acreedor negligente en la división deberá soportar las consecuencias de la posterior insolvencia del co-garante. Como veremos más adelante, cabe dudar de la eficacia y oportunidad de estos beneficios, pero, de aceptarse, deberían entenderse aplicables igualmente a favor de quienes, en garantía de una deuda ajena, gravan un bien propio, sea como hipotecantes o pignorantes. Por la misma razón, parece que también debería poder disponer de tales beneficios el co-deudor solidario con fines de garantía. La *ratio* es siempre la misma.

Con todo, como hemos anunciado, existe una corriente contraria a la existencia misma de estos beneficios como elementos naturales de la garantía personal. Su desprestigio se debe a su complejidad y a la circunstancia de que puedan retrasar injustificadamente la ejecución de la garantía. Sin duda, es preciso evitar que el beneficio sirva de pretexto para retardar o hacer más difícil la acción del acreedor⁽¹⁴⁾. Por esta razón, el fiador debe: a) señalar bienes del deudor; b) que sean ejecutables; y c) suficientes para cubrir el importe de la deuda (art. 1832 CC)⁽¹⁵⁾.

Sucede también que, en ocasiones, estos beneficios perjudican al propio fiador, pues le exigen una iniciativa y actividad que podría terminar resultándole muy grave-

(14) Valerio CAMPOGRANDE, *Trattato della fideiussione nel Diritto odierno* (Fratelli Bocca, Turín, 1902), p. 66-73, fue crítico con la configuración del beneficio de excusión como elemento presuntivo de la fianza. Según este autor, no es lógico y equitativo presumir que el acreedor debe dirigirse primero contra el deudor. Al revés. Lo verdaderamente lógico y equitativo es que el fiador pague al vencimiento del crédito si el deudor no puede o no quiere pagar. Con la fianza, el acreedor ha querido asegurar el cumplimiento puntual de su crédito. Lo que en realidad exige la equidad es que el acreedor pueda reclamar el pago de inmediato. Campogrande apoya su tesis en la tardía aparición histórica del beneficio. En esta línea, el actual Código Civil italiano de 1942 (versión de 2000) ha disciplinado el beneficio de excusión y el de división como pactos que deben establecerse convencionalmente (arts. 1944 y 1947). Según Michele FRAGALI, en Antonio Scialoja-Giuseppe Branca, *Commentario del Codice Civile* (Zanichelli, Bolonia-Roma, 1957), p. 267, además de por las críticas recibidas, el cambio legislativo se debió: a) a la necesidad de reforzar la tutela del crédito, idea que dominó la reforma del Derecho de obligaciones; b) a su armonización con el principio general que presume la solidaridad (art. 1294); y c) a la unificación del Derecho de obligaciones en materia civil y mercantil.

(15) El apartado 3.º del art. 1831 contempla un supuesto específico de exclusión del beneficio: cuando el deudor se encuentra en situación concursal, su patrimonio queda intervenido y, en consecuencia, los bienes resultan inejecutables por indisponibles. Que el deudor se encuentre en quiebra o concurso no acredita suficientemente el estado de insolvencia (en el sentido de desbalance patrimonial), sino de impago generalizado de deudas (insolvencia en el sentido de sobreseimiento general de pagos). Por esta razón, la insolvencia (la falta de bienes suficientes) no es el fundamento de este precepto, sino, más bien, el hecho de que los bienes del deudor quebrado o concursado dejen de estar disponibles o, al menos, enteramente disponibles: puede haber bienes suficientes, pero son inejecutables. El apartado 4.º del art. 1831 (cuando no pueda ser demandado en el Reino) es de difícil explicación; se suele justificar la excesiva dificultad y costo que entraña para el acreedor.

sa. Precisamente porque se trata de beneficios en sentido técnico, en realidad sólo son un «añadido» en protección del fiador, y, de suyo, no pertenecen a la esencia de la garantía; comportan una ventaja a favor del garante, y no se dan si no se solicitan (PAULO, *Digesto*, 50.17.69); asimismo, nada impide su previa renuncia y, como ya se indicó, sólo se conceden si se ejercitan en tiempo y forma.

En todo caso, es cada vez mayor la tendencia a reducir su ámbito subjetivo de aplicación. Parece indudable su exclusión cuando el garante es un empresario, en especial si se trata de un profesional en actividades financieras; pero, incluso, se debate referirlos exclusivamente a aquellos supuestos en los que el acreedor garantizado es un profesional en la prestación de crédito y garantía y quepa considerar al fiador como un consumidor⁽¹⁶⁾. Me parecen plausibles las razones que propugnan su conversión en elementos accidentales de la garantía, que sólo proceden de pactarse expresamente. La necesidad de reforzar la posición del acreedor y proteger la efectividad del crédito es un argumento estimable, máxime si se considera la relativa protección que suponen estos beneficios, habida cuenta la complejidad que generan y los problemas que causan. Ni siquiera la figura del «fiador consumidor» parece justificar su subsistencia, pues, en la práctica crediticia, estas garantías se asumen sistemáticamente con renuncia a cualquier tipo de beneficio⁽¹⁷⁾.

5. LA RELACIÓN DE COBERTURA Y EL FIADOR CON INTERÉS

Quien asume una garantía lo hace en atención al crédito asegurado o por asegurar (relación de valuta) y, normalmente, en virtud de una relación preexistente con el deudor (relación de cobertura), de manera que el de fianza se configura como un negocio obligacional de carácter accesorio y, por lo regular, también de ejecución⁽¹⁸⁾.

(16) Según la STS (Sala de lo Civil) 89/1997, de 14 de febrero, ponente: Ignacio Sierra Gil de la Cuesta, FJ 2.º, el carácter solidario viene exigido por el acervo mercantil de la Unión Europea. La STS (Sala de lo Civil, Sección 1.ª) 262/2005, de 15 de abril, ponente: Xavier O'Callaghan Muñoz, FJ 2.º, se apoya en el art. 3.1 CC, dada la necesidad de garantías firmes en las transacciones mercantiles y el auge de la obligación solidaria en otros ámbitos jurídicos. Esta línea de reforma sigue la Propuesta de Anteproyecto de Ley de Modificación del Código de Comercio en la Parte General sobre Contratos Mercantiles y sobre Prescripción y Caducidad, de 2006, elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. Según establece su art. 80, el fiador de una obligación mercantil, así como los codeudores de obligaciones de esta naturaleza, quedan obligados solidariamente. Su restricción a las obligaciones mercantiles es, precisamente, lo que resulta criticable.

(17) El Proyecto de Marco Común de Referencia de 2007 (Draft Common Frame of Reference. Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law = DCFR) establece los beneficios para los fiadores consumidores, que pueden renunciar a ellos indicándolo expresamente, conforme al artículo IV.G.-105(b); fuera del supuesto del fiador consumidor, el beneficio de subsidiariedad deberá acordarse, a excepción únicamente de la responsabilidad derivada de una carta de patrocinio (arts. IV.G.-2:105 y 2:106 DCFR). Al respecto vid. cfr. Christian VON BAR-Eric CLIVE (edit.), *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference (DCFR). Full Edition*. 3 (Oxford University Press, Oxford, 2010), pp. 2620-2626 y 2787.

(18) Se trataría en este caso de una *delegatio promittendi*, si bien sin representación directa, esto es sin *iussum*. Cfr. Pablo GÓMEZ-BLANES, «La *condictio...*», pp. 2822-2823.

La relación de cobertura no es esencial para la existencia de la fianza, aunque lo habitual es que ésta dependa de aquélla. Con frecuencia, el negocio de fianza se perfecciona en ejecución de otro anterior. Se trata normalmente de un contrato de mandato o comisión indirecta, en virtud de la cual el deudor (ordenante) solicita a un tercero (mandatario) que, siguiendo sus instrucciones, emita una fianza en favor del acreedor (beneficiario); por su parte, el deudor-ordenante, en ocasiones, se compromete al pago de una comisión o prima, y, en todo caso, al reembolso, de pagar finalmente el fiador⁽¹⁹⁾.

El negocio de cobertura siempre es ajeno a la relación de garantía, de conformidad con el principio de relatividad de los contratos. Contra la reclamación del acreedor, el garante no podrá alegar ninguna excepción derivada de su relación con el obligado principal. El negocio ejecutivo (la fianza) hace abstracción de la causa, lo que se justifica en el principio de relatividad negocial y, en general, en el de seguridad del tráfico jurídico. Las partes de uno y otro negocio divergen, razón por la cual el negocio subyacente de gestión o mandato es irrelevante frente al acreedor del negocio ejecutivo, tercero respecto de aquél⁽²⁰⁾. La razón por la que el fiador asume la garantía y las relaciones que mantiene con el deudor no afectan ni interfieren en la fianza. La relación que pudiera ligar al fiador con el deudor queda al margen, aunque aquél hubiese contraído su obligación en virtud de aquélla. El negocio de cobertura no influye para nada en la relación de garantía; su contenido, su misma existencia, resulta del todo irrelevante; en este sentido, se dice que la fianza hace abstracción de la causa: resulta indiferente que medie mandato, una donación o que no medie relación alguna y se haya contraído por razones de pura amistad.

Ahora bien, ¿hasta qué punto se puede afirmar que la obligación de fianza es independiente de la relación de cobertura? ¿Puede hablarse de algún tipo de excepción? ¿Qué sucede con la fianza cuando el socio garante de una deuda social se separa de la sociedad? ¿Qué ocurre en caso de separación del cónyuge fiador? ¿Podría haber alguna diferencia de trato cuando el garante esté interesado en la relación que garantiza? Puede suceder que el fiador tenga un interés en el crédito garantizado: la fianza prestada por socios en sociedades de capital, o la fianza entre cónyuges con objeto de cubrir la circulación de bienes dentro de la familia. Se plantea entonces la cuestión de qué sucede cuando dicho interés desaparece.

El socio garante de una deuda social que se separa de la sociedad quiere romper todos los lazos que le unen con la sociedad; desde su punto de vista, la fianza ha perdido su sentido o razón de ser; el socio ya no tiene ningún interés en el desarrollo del patrimonio social. Por otro lado, también pierde cualquier posibilidad de influir en

(19) Sobre las obligaciones que asume el ordenante y el fiador garante, cfr. Juan SÁNCHEZ-CALLERO GUILARTE, *El contrato autónomo de garantía. Las garantías a primera demanda* (Centro de documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995), pp. 161-122.

(20) Por esta razón, algunos autores se refieren a la fianza como un negocio abstracto. Vid. en este sentido Álvaro D'ORS, «Sobre la causa de los actos jurídicos», *ADC* (= Anuario de Derecho Civil, Ministerio de Justicia-BOE, Madrid, 1956), 578-586, p. 583.

la sociedad, en su dirección o administración. Para él lo deseable y lógico sería terminar con la participación en la sociedad y con la responsabilidad de fiador. Sin embargo, el acreedor carece de motivos para renunciar a la fianza. Ni sabe ni tiene por qué saber que el fiador ha asumido su obligación por ser socio de la empresa deudora. Que fuese socio y que, con posterioridad, dejase de serlo, le interesa bastante poco. Quien asume una garantía puede tener interés directo en el crédito asegurado o carecer de todo interés, o pudo haberlo tenido en un primer momento, pero perderlo después.

El hecho de que el socio pierda influencia sobre la sociedad no puede repercutir en la fianza asumida, pues esta posibilidad de controlar e influir en la negociación de la sociedad ni es característico ni determinante en la fianza y es irrelevante de cara a los intereses de garantía del acreedor. Por lo demás, la separación del socio no implica necesariamente la pérdida de todo tipo de relación con la sociedad. Tampoco puede jugar un papel importante el hecho de que el fiador no hubiese recibido ninguna contraprestación por la garantía. Ciertamente, la fianza no es un contrato de intercambio, pero el acreedor tampoco recibe de más. La fianza asegura la devolución del crédito que posiblemente, no se hubiese concedido sin la garantía. Y ello aunque se afiance una relación negocial de carácter duradero y con obligaciones futuras, pues el socio garante dispone en tal caso de un derecho de denuncia o resolución *ex nunc*, lo que, sin duda, es protección suficiente⁽²¹⁾.

En suma, el fiador queda impedido para oponer excepciones derivadas de la relación de cobertura (la ineficacia del contrato que le vincula al deudor y en virtud del cual sale fiador); tampoco puede alegar que deje de existir la razón por la que afianza al deudor (haber sido relevado del puesto de socio administrador de la sociedad fiada o haberse separado del cónyuge afianzado); ni, por supuesto, puede pretender su liberación por devenir insolvente el deudor.

Sin embargo, nada impide incorporar estas circunstancias al negocio de fianza. Pero entonces las excepciones del fiador derivan del propio negocio de fianza celebrado con el acreedor. La incorporación de la relación de cobertura y de otras circunstancias personales que vinculen al fiador con el deudor suelen hacerse normalmente con la inclusión en la fianza de cláusulas resolutorias⁽²²⁾.

Por lo demás, cabría plantear la posibilidad de resolver la garantía por frustración del fin negocial. Éste sería el caso de una fianza asumida con el fin de evitar desplazamientos patrimoniales dentro del matrimonio, pues podría entenderse que una garantía

(21) Cfr. Peter BYDLINSKI, *Die Bürgschaft im österreichischen und deutschen Handels-, Gesellschafts- und Wertpapierrecht* (Springer, Viena-Nueva York, 1991), quien afirma que en este supuesto no cabe entender una caída automática de la fianza, pues además de no tener base legal puede conducir a resultados indeseados. Piénsese que el socio garante acuerde con los restantes socios seguir respondiendo, pues quiere asumir una participación no activa. Por tanto, parece más lógico conceder un derecho potestativo de denuncia con efectos *ex nunc*. Lo mismo puede decirse en relación con el cónyuge fiador que se separa y respecto de cualquier otro supuesto en que el garante tenga un interés en el crédito garantizado.

(22) Cfr. Ángel CARRASCO PERERA, *Fianza, accesoriedad y contrato de garantía* (La Ley, Madrid, 1992), p. 186.

de esta naturaleza presupone la continuidad de dicho matrimonio como fundamento o base del negocio. Con todo, es indudable que la separación no conduce automáticamente a la frustración de la fianza asumida por un cónyuge; esto iría contra los intereses del acreedor, a quien no concierne la subsistencia del matrimonio. Así pues, para que la disolución matrimonial determine la extinción de la fianza por frustración del fin negocial se requerirá, en primer lugar, que el cónyuge fiador no cuente con recursos en el momento de perfección de la garantía, ni los adquiera posteriormente, constante el matrimonio o a resultas de él; pero también es necesario que la garantía se conceda con la exclusiva finalidad de evitar desplazamientos patrimoniales entre cónyuges y, por tanto, que las partes del contrato de fianza hayan previsto la falta de capacidad económica del fiador, y no hayan contado con una expectativa futura de incremento⁽²³⁾.

6. EL FIADOR SIN INTERÉS Y LA IMPUGNACIÓN DE LA GARANTÍA POR ONEROSIDAD EXCESIVA

a) Planteamiento de la cuestión

La jurisprudencia y la literatura jurídica muestran un interés creciente en la protección jurídica del fiador, en especial cuando, falto de experiencia negocial, asume su garantía sin interés alguno en la operación asegurada y lo hace presionado por la estrecha relación que le une con el deudor principal, como es el caso del cónyuge o de parientes cercanos, o de personas unidas por una relación profesional o similar.

La idea de fondo es que, en el tráfico jurídico, debe protegerse a los más débiles, del mismo modo que se protege a los menores o incapaces, como sería el caso del consumidor, pero también del fiador sin interés⁽²⁴⁾. Ciertamente, toda persona es libre para negociar y asumir cuantas garantías estime por conveniente, si bien, como presupuesto lógico y necesario, se precisa saber lo que se hace y libertad de decisión para realizarlo. Por este motivo, la autonomía privada tiene un primer límite natural en la capacidad de entender y de querer, esto es en la capacidad para consentir (sin consentimiento no hay acuerdo). Por otro lado, personas plenamente capaces e inicialmente libres para contratar pueden verse constreñidas a hacerlo en contra de su voluntad, de

⁽²³⁾ Cfr. BGH (= Bundesgerichtshof, Tribunal Supremo alemán) de 25 de abril de 1996 *NJW* (= *Neue Juristische Wochenschrift*, C. H. Beck, Munich, 1994, 1996, p. 2088). Por lo demás, sería dudoso si el cónyuge fiador puede impugnar la garantía si, en el momento de ejecutarse, su patrimonio le permitiera afrontar la obligación.

⁽²⁴⁾ Aurelia COLOMBI CIACCHI-Stephen WEATHERILL, «Regulating Unfair Suretyships in Europe: Methodology of a Comparative Study», en Aurelia Colombi Ciacchi-Stephen Weatherill (edit.), *Regulating Unfair Banking Practices in Europe: The Case of Personal Suretyships* (Oxford University Press, Oxford, 2010), 1-4, critican la paradójica situación en que «private, non-professional persons are fully protected by consumer law when they (egoistically) conclude a contract for goods or services, while they are not protected by consumer law when they (altruistically) enter into a contract of guarantee for a business debt just to help another person» (p. 2).

manera que tengan el consentimiento viciado, sea por falta de conocimiento (error originario o provocado "dolo") o de libertad (miedo causado por intimidación o violencia)⁽²⁵⁾. Además, en ocasiones, el derecho extiende su manto protector a quien considera merecedor de tal protección por debilidad de juicio o inexperiencia y ante el peligro cierto de captación de voluntad por la otra parte negocial. Este último es el caso que nos ocupa.

Hemos de adentrarnos en esta materia con mucha cautela y moderación. La protección debida al garante no ha de hacernos olvidar el necesario resguardo de la seguridad jurídica, ni el equilibrio con otros intereses igualmente dignos de protección, como el del acreedor, pero también el de los deudores y de los propios fiadores, pues nadie querría contratar con ellos ante la eventualidad de que, sin límite alguno, se rescindiera lo obrado⁽²⁶⁾. La protección del fiador inexperimentado, sin interés y movido por razones benevolentes, no puede llegar hasta el extremo de convertirle en un verdadero incapaz. Una protección excesiva a determinadas personas se reviraría en su contra, negándoles la necesaria autonomía y libertad. Así, de igual modo que una persona anciana puede otorgar testamento y no debe presumirse su incapacidad ni restringirse sin una clara justificación, lo mismo ha de suceder con un fiador por muy estrechos lazos que le unan con el deudor principal o por muy anciano o joven que sea. Hay que partir de la idea de que cualquier disposición que limite la autonomía privada debe justificarse. Personas con suficiente capacidad deben poder elegir sus propias opciones y responder de ellas⁽²⁷⁾.

Ciertamente, en el derecho histórico se excluyó la posibilidad de afianzar a determinadas personas y sustratos sociales: mujeres, religiosos y labradores (cfr. ULPIANO, *Digesto* 16.1.2.1; y, la Partida 5.12.2)⁽²⁸⁾. En la actualidad, para ser fiador sólo se

(25) Sobre la importancia de la estructura psicológica de la persona respecto de la teoría del negocio jurídico y, en particular, acerca de la doctrina de los vicios del consentimiento, vid. Rafael DOMINGO (dir.), *Principios de Derecho Global. 1000 reglas, principios y aforismos jurídicos comentados* (Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006), p. 379, al comentar al aforismo ciceroniano *res ipsa loquitur*. Sobre la doctrina de llamada «la naturaleza de las cosas», cfr. Gustav RADBRUCH, *Die Natur der Sache als juristische Denkform* (Wissenschaftliche Buchgesellschaft, Darmstadt, 1960); y Franz BYDLINSKI, *Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff* (2.^a edición, Springer-Verlag, Viena, 1982), pp. 51-56 y 459-463.

(26) Dieter MEDICUS, «Die Bedeutung von Erwartungen des Gläubigers beim Abschluß der Bürgschaft», *Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70. Geburtstag* (Mohr Siebeck, Tübingen, 1998), 265-282, previene de una excesiva protección del fiador que pueda dificultar la efectiva concesión de crédito.

(27) Cfr. Michael J. TREBILCOCK-Steven ELLIOTT, «The Scope and Limits of Legal Paternalism. Altruism and Coercion in Family Financial Arrangements», en Peter Benson (edit.), *The Theory of Contract Law. New Essays* (Cambridge University Press, Cambridge, 2001), p. 68.

(28) Sobre el Senadoconsulto Velejano (del siglo I d.C.), cfr. Manuel GARCÍA GARRIDO, «Reseña romanística», *AHDE* 27-28 (= *Anuario de Historia del Derecho Español*, Ministerio de Justicia-BOE, Madrid, 1957-1958), 1268-1271; según Dieter MEDICUS, *Zur Geschichte des Senatus Consultum Velleianum* (Böhlau, Colonia, 1957), este senadoconsulto pretendía proteger a la mujer de los

requiere capacidad general para obligarse, aunque llegó a discutirse si podía salir fiador un menor emancipado⁽²⁹⁾. Desde luego, se desestimó el argumento que niega la capacidad del menor emancipado por comprometer indirectamente sus bienes inmuebles contra la prohibición de gravarlos y enajenarlos del artículo 323 del Código Civil; pues idéntico peligro existe con cualquier obligación que asuma, ya que, de su cumplimiento, responde siempre con todos sus bienes, muebles o inmuebles (art. 1911 CC). Más dudas ofrecía aquel otro que negaba la capacidad a fin de evitar que se eludiese la prohibición del mismo precepto de tomar dinero a préstamo; se decía que la nulidad por fraude de ley era protección suficiente (y ahora, cabría añadir, la rescisión por el fiador vulnerable). Sea como fuere, es claro que el principio que inspira el artículo 323 del Código Civil equipara al menor emancipado con el mayor de edad; las limitaciones han de poseer, pues, un sentido excepcional en cuanto restricciones a la libertad. Así pues, en principio, parece que nada se opondría a que el menor emancipado garantizase como fiador una deuda ajena y, con mayor razón, lo mismo habría que decir respecto de los casos que estamos estudiando de mayores de edad sin discapacidad⁽³⁰⁾.

Por otro lado, debe distinguirse el fiador que, de algún modo, pudiera considerarse como «consumidor», por asumir su garantía frente a quien actúa en el ejercicio de su actividad profesional, cual es el caso de una entidad de crédito, compañía de seguros o similar, de aquél otro que, sin ser consumidor, merezca protección especial por su condición de persona vulnerable. En este sentido, me parece restrictiva en exceso la

peligros de las garantías (pp. 134-139). Sobre la posibilidad de afianzar los clérigos, cfr. Wilhelm ENDEMANN, *Studien in der Romanisch-Kanonistischen Wirtschafts- und Rechtslehre bis gegen Ende des 17. Jahrhunderts 2* (Scientia Verlag Aalen, reimpresión, Berlín, 1962), p. 344. En la actualidad, véase la Ley 527 de la Compilación de Derecho civil foral de Navarra: «no pueden ser fiadores los religiosos profesos que, por razón de sus votos, carezcan notoriamente de patrimonio».

(29) Lo negó la STS (Sala de lo Civil) de 27 de junio de 1941 (Repertorio de Jurisprudencia Aranzadi, 1941, 760), FJ 6.º: «aun cuando el contrato de fianza, y como una de sus modalidades, siquiera lo sea con rasgos muy peculiares, la operación de aval, no estén literalmente comprendidos entre los actos que se prohíbe realizar, sin la autorización pertinente, al menor emancipado por concesión del padre o de la madre, están incluidos, cuando menos implícitamente y por modo lógico, en la fórmula legal, en primer lugar, porque si bien el fiador no impone un gravamen directo sobre sus bienes inmuebles, compromete o puede indirectamente comprometer dichos bienes, y en segundo término, porque el afianzamiento (comprendiendo en esta expresión, tanto la fianza en sentido estricto como el aval), constituye, a la vez que un negocio de carácter abstracto (en la relación entre acreedor y fiador) un negocio accesorio, que puede ir unido a un negocio principal y causal de préstamo mutuo, y de no extender al primero, o sea, al afianzamiento, la prohibición que para este último, o sea, para el préstamo mutuo, establece el repetido art. 317 del Código, vendría a eludirse fácilmente el mismo, contrayéndose la obligación principal a nombre de persona distinta, con la fianza del menor, que así quedaría sujeto a ella, subrogándose en las responsabilidades del principal deudor a pesar de la prohibición de la Ley».

(30) La tesis que afirma la capacidad del menor emancipado parece haber prevalecido. Cfr. Federico DE CASTRO Y BRAVO, *Derecho civil de España. II. Derecho de la persona. 1. La persona y su estado civil* (Civitas, Madrid, 1952), pp. 217-219; Luis Díez-PICAZO, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial II. Las Relaciones Obligatorias* (Civitas, Madrid, 1996), pp. 418-419; Vicente GUILARTE ZAPATERO, *Comentario...*, pp. 143-146; y Miguel Ángel PÉREZ ÁLVAREZ, *Solidaridad en la fianza* (Aranzadi, Pamplona, 1985), pp. 140-141. Con todo, me sigue pareciendo dudoso, pues la fianza ciertamente cumple una función crediticia y no veo claro que no quepa la analogía cuando se trata de derecho singular si la *ratio iuris* particular es la misma. En este sentido, vid. la STS (Sala de lo Civil) de 28 de septiembre de 1968 (Repertorio de Jurisprudencia Aranzadi, 1968, 3961), FJ 8.º

limitación de la facultad de rescindir a los casos en que el acreedor sea una entidad financiera o análoga; y, a su vez, entiendo que no se puede gravar al acreedor con especiales deberes de información y diligencia cuando no se trate de un profesional en la concesión de crédito. Por este motivo, nos referiremos aquí al fiador vulnerable y en el siguiente apartado consideraremos eventuales medidas de protección y especiales deberes de diligencia cuando el acreedor sea una entidad crediticia o análoga y los supuestos en los que técnicamente el fiador pudiera considerarse un consumidor.

Además, como veremos, la doctrina anglosajona y la doctrina alemana se aproximan y complementan, sin identificarse⁽³¹⁾. En ambas construcciones podemos rastrear un antecedente común en la figura romana de la *restitutio in integrum* y de las *actiones rescissoriae*, cuyos casos más representativos acontecían en favor: a) del que celebra un negocio jurídico bajo coacción (*in integrum restitutio ob metum*: *Quod metus causa gestum erit, ratum non habeo*, ULPIANO, *Digesto*, 4.2.1); y, b) del menor de edad que interviene en un acto jurídico que le es perjudicial (*in integrum restitutio ob aetatem*: *Quod cum minore quam viginti quinque annis natu gestum esse dicetur, uti quaeque res erit, animadvertam*, ULPIANO, *Digesto*, 4.4.1.1)⁽³²⁾. Como puede observarse, el primer supuesto servirá de base para la doctrina moderna de uno de los vicios del consentimiento; el segundo, protege a una determinada persona (un menor) de un negocio perfectamente válido, basándose en su inexperiencia y debilidad de juicio.

La construcción alemana entronca más directamente con la figura, de origen romano tardío (*Código Teodosiano*, 4.44.2 y 4.44.8) y desarrollo medieval, de la rescisión por *laesio enormis* o por enorme discrepancia, que viene a limitar la libertad de las partes en la fijación del precio (ULPIANO, *Digesto*, 4.4.16.4)⁽³³⁾. Ciertamente, no

(31) Por su parte, tampoco el derecho del *Common Law* es uniforme. Sobre las diferentes corrientes en dicho sistema, vid. Fiona R. BURNS, «Elders and Undue Influence Inter Vivos: Lessons from The United Kingdom?», *Adel. L. Rev.* 24 (= *Adelaide Law Review*, Adelaide Law Review Association, University of Adelaide, 2003), 37-77; según esta autora, la jurisdicción de Inglaterra es más protectora que la australiana. Shane Ryan O'BRIEN, «Symptoms of Insecurity: Banks, Sureties and Third Party Undue Influence», *U. C. Dublin L. Rev.* 5 (= *University College Dublin Law Review*, University College Dublin, Dublín, 2005), 69-102, también considera ejemplarizante para Irlanda la doctrina desarrollada en Inglaterra.

(32) Otros supuestos, en favor: a) del acreedor del adrogado o de la mujer *in manu* (ULPIANO, *Digesto*, 4.5.2.1); b) del que iba a accionar y la otra parte enajenó la cosa (GAYO, *Digesto*, 4.7.1pr.); c) del ausente o del presente perjudicado con la ausencia de otro (ULPIANO, *Digesto*, 4.6.1.1); y, d) del que celebró la *litis contestatio* contra un falso tutor (ULPIANO, *Digesto*, 27.6.1.2).

(33) Sobre los malentendidos acerca de la doctrina medieval del justiprecio, cfr. Raymond DE ROOVER, «The Concept of the Just Price: Theory and Economic Policy», *The Journal of Economic History* 18 (University Press, Nueva York, 1958), 418-434; como señala este autor, los escolásticos eran más favorables al precio de mercado de lo que es generalmente asumido (p. 418, 421-434). Vid. también Bernard W. DEMPSEY, «Just Price in a Functional Economy», *The American Economic Review* 25 (American Economic Association, Cambridge, 1935), 471-486, para quien, con la posterior expansión económica de Europa, la doctrina del justo precio no cambió realmente, sino que se desarrolló (p. 485). Sobre la cuestión, vid también Diana WOOD, *Medieval Economic Thought* (Cambridge University Press, Cambridge, 2002), en especial pp. 132-158; a su juicio, en el pensamiento escolástico, el precio justo se basaba más en la igualdad proporcional y aproximada que en la aritmética, y lo que importaba

está explícitamente recogida en el derecho común español, pues la rescisión de los artículos 1290 a 1299 del Código Civil, además de a ciertos casos de fraude, se refiere a supuestos de incapacidad y ausencia, mientras que la genuina doctrina de la rescisión, a la que ahora nos referimos, se entiende aplicable, precisamente, a los que son plenamente capaces. Sin embargo, sí lo está en el foral (arts. 321-325 de la Compilación de Derecho civil de Cataluña; y las Leyes 499-507 de la Compilación de Derecho foral de Navarra) y en el Derecho comparado (art. 1674 del Código Civil francés; y arts. 1447-1452 del Código Civil italiano) y, en cualquier caso, forma parte de nuestra tradición jurídica (Fuero Real 3.10.5; Las Partidas 5.5.56; Leyes del Estilo 220; y, Ordenamiento de Alcalá, título XVII, Ley Única)⁽³⁴⁾.

En realidad, la moderna doctrina de la rescisión por desequilibrio patrimonial constituye un caso particular de nulidad. Un ejemplo paradigmático de esta figura sería la nulidad del préstamo por usurario, aunque ni la doctrina ni la jurisprudencia lo configure como un caso de rescisión por lesión⁽³⁵⁾. A mi entender, hay un desequilibrio de prestaciones que determina la ineficacia del negocio jurídico. La rescisión por lesión se configura, pues, como un supuesto de nulidad, sea *ipso iure* u *ope exceptionis*, que opera siempre que una de las partes consiga un beneficio económico, para sí o para un tercero, que represente una evidente desproporción entre las prestaciones, abusando del estado de necesidad, de la ligereza o de la inexperiencia de la otra parte⁽³⁶⁾.

era no tanto el valor objetivo de las cosas intercambiadas como el subjetivo del coste, de la demanda y de su utilidad para las partes. Con todo, sobre las diferencias entre el precio justo de la Escuela de Salamanca y el precio natural de Adam Smith, cfr. Francisco GÓMEZ CAMACHO, «Del precio justo de la Escolástica al precio de libre mercado liberal», *AFDUAM 2* (= Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, 1998), 47-66, en especial pp. 64-66. En este sentido, como señala Odd LANGHOLM, «Economic freedom in Scholastic Thought», *History of Political Economy* 14.2 (Duke University Press, Durham, 1982), 260-283, en especial pp. 265-268, la tradición escolástica siempre atribuyó un sentido obligacional al término *potest* recogido en la máxima *res tantum valet, quantum vendi potest* (ACCURSIO, Glosa Ordinaria, glosa *redempturus esset, ad Digesto*, 9.2.33, p. 714).

⁽³⁴⁾ Por lo demás, en el Código Civil español también puede encontrarse un vestigio de esta figura en las particiones hereditarias (art. 1074 CC). Sobre la rescisión por lesión en el derecho foral navarro, cfr. Wenceslao DíEZ ARGAL, *La rescisión por lesión en el Fuero Nuevo de Navarra* (Diputación Foral de Navarra, Institución Príncipe de Viana, Pamplona, 1984). En el derecho catalán, véase Juan Manuel ABRIL CAMPOY, *La rescisión del contrato por lesión. Enfoque doctrinal y jurisprudencial* (Tirant lo Blanch, Valencia, 2003).

⁽³⁵⁾ Sobre la conexión y diferencias entre la rescisión por lesión y los intereses usurarios y la doctrina derivada del parágrafo 138 del Código Civil alemán, cfr. Christoph BECKER, *Die Lehre von der laesio enormis in der Sicht der heutigen Wucherproblematik* (Carl Heymanns Verlag KG, Colonia-Berlín-Bonn-Munich, 1993).

⁽³⁶⁾ De algún modo, podría decirse lo mismo del acercamiento al tema en el sistema del *Common Law*. Como señala Larry A. DIMATTEO, *Equitable Law of Contracts: Standards and Principles* (Transnational Publishers, Ardsley, Nueva York, 2001), «The doctrine of unconscionability has a kinship with the Roman Law of *laesio enormis* and the Medieval just price theory» (p. 182); y «can also find kinship in the principle of reciprocity of rights found in the mercantile law of the twelfth century» (p. 183). Más adelante precisará: «Its handiwork is evidenced by the infusion of equity into contract law from Roman law's *laesio enormis*, to scholastic just price, to the eighteenth's century's equivalence of consideration,

Se discute si su presupuesto es puramente objetivo: el desequilibrio de las prestaciones; o bien subjetivo: el aprovechamiento de una situación de dificultad, debilidad o necesidad del lesionado. Aprovechamiento éste no necesariamente doloso: es suficiente conocer el estado de necesidad o inexperiencia y beneficiarse económicamente de él. En el derecho moderno predomina la vertiente subjetiva, con lo que se aproxima a la ineficacia de los negocios por irregularidad en el presupuesto subjetivo: el consentimiento. Para determinar la concurrencia de ambos presupuestos se sigue el principio general de libre valoración de la prueba. En este sentido, el desequilibrio de prestaciones aparece como un elemento más de prueba del subjetivo y, de esta manera, puede decirse que sirve de presunción *iuris tantum*. Sin embargo, también es posible la rescisión por lesión puramente objetiva cuando la irregularidad en la constitución del negocio afecte al presupuesto causal, esto es, a la función jurídico-económica del negocio. Los casos más importantes son los de simulación, en especial la venta con precio irrisorio (*nummo uno*). La venta es ineficaz como venta; puede darse una falta total de causa (simulación absoluta), o existir una causa falsa o encubierta (simulación relativa).

Se trata, pues, de un supuesto de nulidad (§ 138 Código civil alemán), o de anulabilidad (arts. 1447 y 1448 del Código Civil italiano; art. 3.10 de los Principios Unidroit sobre los Contratos Comerciales Internacionales, versión de 2004; y, art. II-7:207 DCFR). En el Derecho español puede encontrar acomodo en la nulidad por ejercicio del derecho potestativo de impugnación, cuyo ámbito de aplicación no se reduce a los vicios del consentimiento, sino a todo tipo de irregularidad en la constitución del negocio que perjudique a una de las partes⁽³⁷⁾. También en la nulidad *ipso iure*, cuando la irregularidad afecte a otras personas, así como a los intereses sociales y de la comunidad⁽³⁸⁾.

En cualquier caso, como el derecho moderno no sigue el sistema romano de acciones típicas, creo inoportuno enredarse en cuestiones terminológicas. Puede hablarse, por tanto, de rescindir, anular o impugnar el negocio. Las categorías de inefica-

and to the twentieth century's doctrine of unconscionability, good faith, fair dealing, and the tentative evolution of the duty to adjust» (p. 288). Para Randy E. BARNETT, «A Consent Theory of Contract», *Colum. L. Rev.* 86 (= *Columbia Law Review*, Columbia University, Nueva York, 1986), 269-321, las manifestaciones modernas de la rescisión por lesión en la *Common Law* son también la doctrina de la *adequacy of consideration* y la más reciente de la *unconscionability* (p. 284).

⁽³⁷⁾ Obsérvese que los casos tratados no son propiamente de vicio del consentimiento, pese a su consideración subjetiva, pues, para que dicho vicio se origine, la coacción debe reputarse ilícita. Cfr. ULPIANO, *Digesto*, 47.10.13.1: *iuris executio non habet iniuriam*.

⁽³⁸⁾ Se ha producido una reacción doctrinal favorable a la rescisión, aunque adaptada y corregida. Cfr. José CASTÁN TOBEÑAS, *Hacia un nuevo derecho civil* (Reus, Madrid, 1933), p. 115; Diego ESPÍN CÁNOVAS, «Algunos aspectos de la rescisión por causa de lesión», *RDP* (= *Revista de Derecho Privado*, Madrid, 1988), 211-232, en especial p. 211; Rafael ÁLVAREZ VIGARAY-Regina DE AYMERICH DE RENTERÍA, *La rescisión por lesión en el Derecho civil español común y foral* (Comares, Granada, 1989), pp. 65-72; Carlos MARTÍNEZ DE AGUIRRE, «Trascendencia del principio de protección a los consumidores en el Derecho de Obligaciones», *ADC* 47.1 (1994), 31-89, en especial pp. 68-73; y José Antonio MARTÍN PÉREZ, *La rescisión del contrato. En torno a la lesión contractual y el fraude de acreedores* (Bosch, Barcelona, 1995), pp. 70-76.

cia no están perfectamente definidas; de hecho, el uso indistinto de dichos términos es regla general en el derecho comparado. Con todo, prefiero referirme a la rescisión y hablar de rescindir el negocio cuando se trata de corregir un desequilibrio patrimonial, y dejar las categorías de nulidad y anulabilidad para aquellos supuestos en los que hay propiamente un acto ilícito de una de las partes, sea por su objeto, sea por intimidación, violencia, fraude u otra causa⁽³⁹⁾. La rescisión, por lo demás, puede ser parcial e, incluso, tratarse de una revisión y adaptación del negocio, cuando sea suficiente para restablecer el equilibrio de prestaciones.

b) Aproximaciones doctrinales

En la protección del fiador es de especial interés el caso particular desarrollado por la doctrina alemana que rescinde la fianza por desequilibrio patrimonial⁽⁴⁰⁾. Se trata de un fiador sin patrimonio y con exiguos ingresos (*mittellose Bürge*), que se encuentra en una situación, respecto del acreedor, de desigualdad estructural, no meramente económica, y que asume su garantía contraviniendo la prohibición de disposiciones heterónomas o impuestas por persona ajena (*Verbot der Fremdbestimmung*). Esta garantía asumida por un fiador sin recursos puede ser nula por infracción del parágrafo 138.1 del Código Civil alemán cuando concurren cumulativamente determinados presupuestos: a) la onerosidad excesiva e injustificada de la fianza (*ungewöhnlich starke Belastung des Bürgen*); b) una limitada libertad de decisión del fiador (*Einschränkung der Entscheidungsfreiheit*); y c) el conocimiento por el acreedor de los presupuestos

⁽³⁹⁾ Es más, en el propio derecho romano, tampoco la *actio rescissoria* se trataba de una única acción general, sino de la acción básica correspondiente modificada por la técnica romana de la ficción. Así, en el caso de enajenación bajo coacción de un predio por *mancipatio*, el pretor concederá la *rei vindicatio* y no la *condictio*, pero como en realidad ya dejó de ser dueño por derecho civil, pues la enajenación fue válida, se fingirá como no producido el efecto mancipatorio. Asimismo, para cobrar una deuda civilmente extinguida por la *adrogatio* del demandado, el pretor concederá la correspondiente acción con la ficción de que el demandado no se hubiese capitidismuido.

⁽⁴⁰⁾ La doctrina y la jurisprudencia alemanas han elaborado esta sobresaliente institución a raíz de una sentencia del Tribunal Constitucional alemán de 19 de octubre de 1993 (*BverfGE* n. 89 1994, pp. 214-236 = *NJW*, pp. 2749-2750). Sobre los fundamentos de esta doctrina en el Tribunal Supremo alemán, vid. las sentencias del BGH de 18 de diciembre de 1997 (*BB* = *Betriebs-Berater*, 1998, p. 284); y de 4 de diciembre de 2001 (*BB*, 2002, p. 272). Cfr. también Klaus ADOMEIT, «Die gestörte Vertragsparität. Ein Trugbild», *NJW* (1994), 2467-2469; Simonida CEKOVIC-VULETIC, *Schutz des Bürgen. Untersuchung des Vertragsschlusses und der Folgen des Vertrags im geltenden Recht* (VVF, Munich, 1995), p. 39-46; Norbert HAUN, *Die Unwirksamkeit der Bürgschaftsübernahme wegen Sittenwidrigkeit* (Wienand, Colonia, 1995), p. 15-18; Joachim GERNHUBER, «Ruinöse Bürgschaften als Folge familiäre Verbundenheit», *JZ* (= *Juristenseitung*, Mohr Siebeck, Tübinga, 1995), 1086-1096; y Claus HERRMAN, *Der Schutz des Bürgen. Grenzen eines Risikogeschäfts* (Lang, Frankfurt am Main, 1996). Vid. también Norbert HORN, «Übermäßige Bürgschaften mitteloser Bürgen: wirksam, unwirksam oder mit eingeschränktem Umfang?», *WM* (= *Wertpapier Mitteilungen*. Zeitschrift für Wirtschaft und Bankrecht, WM Gruppe, Frankfurt am Main, 1997), 1081-1089; Anke HOLZNAGEL, *Bürgenschutz mit System* (Nomos, Baden-Baden, 2002); y, Hans-Jürgen LWOWSKI, *Das Recht der Kreditsicherung* (8.ª edición, Erich Schmidt Verlag, Berlín, 2000), pp. 366-374.

anteriores o desconocimiento motivado por negligencia (*Subjektive Merkmale des Gläubigers*)⁽⁴¹⁾.

La jurisprudencia y la doctrina entienden que la fianza es excesivamente onerosa cuando el fiador carece de interés en la operación asegurada y existe una evidente desproporción entre el contenido de la obligación (*Verpflichtungsumfang*) y la capacidad de prestación del fiador (*Leistungsfähigkeit*), de manera que, en el plazo de cinco años, el fiador siquiera estaría en condiciones de hacer frente a una cuarta parte de la deuda⁽⁴²⁾. Se entiende que el fiador carece de plena libertad de decisión cuando: a) carece de experiencia negocial; b) ha sido presionado psicológicamente; y c) el acreedor se aprovecha en propio beneficio de su inexperiencia negociadora y de la situación de presión psicológica. La presión se da siempre que concurren circunstancias que impidan la reflexión (*Überrumpelung*): relación estrecha con el principal obligado; apremio en la toma de decisiones; amenaza de despido, actitudes minimizadoras del riesgo asumido; ocultamiento de información o del riesgo pese a su carácter inusual...

Además, el fiador sin recursos también podrá impugnar su garantía cuando la haya asumido en atención a una adquisición futura de patrimonio (*Einschränkung des Sicherungszwecks auf den Fall künftigen Vermögenserwerbs*), sea por incumplimiento de la condición bajo la cual se asume la fianza (§§ 158-162 Código Civil alemán), o, si bien de modo muy excepcional y con muchas cautelas, por frustración del fin negocial (§§ 242, 313-314 Código Civil alemán).

Otra vía de algún modo reconducible a la anterior es la que ofrece el derecho anglosajón, que protege al fiador concediéndole un derecho de impugnación por influencia indebida o coacción motivada por la estrecha relación de dependencia entre las partes que excluye una plena libertad de actuación (*undue influence*), y por errónea información del acreedor sobre la fianza y los riesgos asumidos (*misrepresentation*). Se trata, pues, de una doctrina de equidad de elaboración jurisprudencial que, bajo determinados requisitos, permite rescindir un negocio en el que una de las partes negociales se aprovecha desmesuradamente de la situación frágil y vulnerable en que se encuentra la otra. La doctrina de la influencia indebida es clásica en asuntos sucesorios y en relaciones de *trust*, particularmente en prevención de abusos sobre gente

(41) De algún modo similar a la alemana es la aproximación francesa del artículo L. 313-10 del Código de Consumo de 1978 (versión de 2011), si bien parece adoptar el criterio puramente objetivo de la desproporción de la fianza con el patrimonio del fiador, que debe darse tanto en el momento de perfección como en el de ejecución de la garantía. Por su parte, el derecho austriaco combina la doctrina alemana, con fundamento en el parágrafo 879 de su Código Civil, y el deber de informar, más al estilo inglés, del artículo 25c de la Ley de Consumo. Según Wolfgang FABER, en Colombi Chiacchi-Stephen Weatherill, *Regulating...*, p. 70, en los últimos años la importancia práctica de la primera vía ha decrecido a favor de la segunda.

(42) Cfr. la sentencia del BGH de 18 de septiembre de 1997 (*NJW*, 1997, p. 3372). Por lo demás, en términos similares a los ya comentados, la sentencia del BGH de 13 de noviembre de 2001 (*BB*, 2002, p. 114) señala tres requisitos para declarar nula la fianza por inmorales: a) desequilibrio grande de las partes por sobrecargar en exceso al demandante (*Störung der Vertragsparität wegen krasser finanzieller Überforderung des Klägers*), b) aprovechamiento de la situación de poder del demandado (*Ausnutzung der Machtstellung der Beklagten*); y c) asunción de la deuda por vínculos familiares (*Übernahme der Haftung allein wegen der familiären Bindung*).

mayor; en la actualidad, también ha cobrado especial importancia en el ámbito de las garantías crediticias⁽⁴³⁾.

En general, un contrato afectado por influencia indebida o desleal y, por tanto, anulable (*voidable*), se distingue de la intimidación (*duress*), y de la legítima persuasión y natural asunción de riesgos en un negocio. A diferencia de la primera, la coacción o presión ejercida no es ilícita; frente a la segunda, exige la concurrencia de varios requisitos: a) una situación de debilidad física, psíquica, moral o emocional de la víctima; b) una posición de ventaja o de dominio del que persuade debido a una cierta relación de confianza o dependencia que habrá que probar, pero que, en determinados supuestos, se presume (es el caso de la relación paterno-filial o tutelar y de determinadas relaciones fiduciarias, como la que se da entre un médico y su paciente, un abogado y su cliente o un sacerdote y su feligrés)⁽⁴⁴⁾; y, c) el ejercicio de la coacción o presión aprovechándose de esa situación para influir en un acto o negocio jurídico, en especial si le favorece. La jurisprudencia suele exigir varias circunstancias para inferir un influjo desleal: énfasis excesivo en las consecuencias negativas de rechazar el

(43) La doctrina de la influencia indebida tiene especial predicamento en disposiciones de última voluntad y, lejos de buscar la intención real del testador y defender su libertad de testar, protege a su familia de posibles desheredaciones; de ahí que la jurisprudencia sea reacia a aplicar esta doctrina cuando la relación confidencial susceptible de influencia sea de índole familiar. Cfr. al respecto Ray D. MADOFF, «Unmasking Undue Influence», *Minn. L. Rev.* 81 (= *Minnesota Law Review*, University of Minnesota, Minnesota, 1997), 571-629, en especial p. 587. Vid. similar fenómeno en el derecho romano con la *querella inofficiosi testamenti* que trajo consigo la figura de la legítima en los sistemas de *civil law*.

(44) No es de extrañar que Larry A. DIMATTEO, *Equitable Law of Contracts: Standards and Principles* (Transnational Publishers, Ardsley, Nueva York, 2001) concluya afirmando la aproximación de estas relaciones contractuales con aquellas propiamente fiduciarias (p. 288). Vid. también Nelson ENONCHONG, *Duress, Undue influence and Unconscionable Dealing* (Londres, Sweet and Maxwell, 2006), p. 201. Asimismo, cfr. Walter F. PRATT, Jr., «American Contract Law at the turn of the Century», *SCL* 39 (= *South Carolina Law Review*, South Carolina Bar Association and the faculty and students of the University of South Carolina School of Law, Columbia, 1988), 415-464, que, siguiendo la tesis de Jethro Koller LIEBERMAN, *The Litigious Society* (Basic Books, New York, 1981), habla de una «major transformation» en el derecho contractual y de un «movement described as one from contract to fiduciary». Por su parte, L. S. SEALY, «Fiduciary Relationships», *Cambridge L. J.* 69 (= *Cambridge Law Journal*, Cambridge University Law Society, Cambridge, 1962), 69-81, advierte de la equivocidad del término «fiduciario», y señala cuatro grandes categorías, refiriéndose en la última a los supuestos de influencia indebida (p. 78). Al respecto, vid. también Margaret H. OGILVIE, «The Fiduciary Nature of Spousal Surety Agreements in Banking Law», *Can. Bus. L. J.* 42 (= *Canadian Business Law Journal*, Agincourt, Ontario, 2005), 245-277, en especial p. 276. La jurisprudencia inglesa distingue dos clases de presunción de situación susceptible de influencia indebida. Respecto de las de segunda clase (*Class 2B*), se requiere la existencia de una desventaja manifiesta para el fiador (*manifest disadvantage*), que critica Belinda FEHLBERG, «The Husband, the Bank, the Wife and Her Signature - the Sequel», *The Modern Law Review* 59 (Stevens & Sons, Londres, 1996), 675-694 (pp. 679, 682). Barry ALLAN, «‘Trust Me, I’m Your Husband’: Undue Influence and Royal Bank of Scotland v. Etridge», *Otago L. Rev.* 11 (*Otago Law Review*, Otago Law Review Trust Board, Otago, 2006), 247-262, también rechaza la existencia de un segundo tipo de presunciones de influencia indebida («*Class 2b are in realty examples of an expanded conceptualisation of actual influence*»), p. 260. En el mismo sentido, Andrew PHANG-Hans TJIOT, «The uncertain boundaries of undue influence», *LMCLQ* (= *Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly*, Lloyd’s of London Press, Londres, 2002), 231-245: «*There is, in substance, no real distinction between Class 1 and Class 2B undue influence*» (p. 233).

contrato; discusión del negocio en un momento o lugar inapropiado o inusual; y presiones que dificultan la reflexión, como la insistencia en que el negocio se perfeccione enseguida, sin tiempo para un adecuado consejo profesional e imparcial⁽⁴⁵⁾.

En el caso de las garantías, la aplicación de esta doctrina se complica, pues frecuentemente vendrá causada por la estrecha relación del fiador con el deudor principal, más que con el propio acreedor y, por tanto, se precisa un adecuado equilibrio en los intereses de entrambos, fiador y acreedor. En estos casos, la relación se anulará sólo si el acreedor conoce o debiera conocer la situación de influencia indebida (*actual or constructive notice of the debtor's misconduct*). Este deber de conocer asumido por el acreedor garantizado se traduce en el de informar de los riesgos de la garantía (*duty of disclosure*), y en el de asegurarse de que el fiador recibe suficiente consejo independiente (*independent advise*), de manera que sea razonable pensar que el fiador es consciente de sus implicaciones económicas y jurídicas (se dice, entonces, que el acreedor es *put on inquiry* y de *reasonable steps* que debe tomar)⁽⁴⁶⁾. El artículo IV.G.-4:103(2 y 3) del Proyecto de Marco Común de Referencia ha acogido esta solución: el acreedor debe informar de los riesgos que pudiera o debiera conocer, en especial sobre la situación financiera del deudor, y también debe asegurarse de que el fiador reciba consejo independiente⁽⁴⁷⁾.

(45) Véase el caso *Odorizzi v. Bloomfield School District*, 246 Cal.App. (= California District Court of Appeal) 2d 123, 54 Cal.Rptr. (= California Reporter) 533 [1966], en el que, ante la negativa del colegio de reincorporar a un profesor una vez desestimados los cargos criminales por los que dimitió, estimó que, si bien no había fraude o intimidación, los hechos presentaban suficientes elementos de juicio para justificar la rescisión por influencia indebida: la dimisión se obtuvo bajo presión mental y emocional, pues tuvo lugar en un momento en el que fue arrestado, interrogado, registrado y liberado bajo fianza; el director de la escuela se presentó en su casa y le aconsejó abandonar el puesto para evitar la humillación y embarazo de un procedimiento público y le instó a que se decidiera en el momento, pues no había tiempo para consultar un abogado. Probablemente no hubiese habido influencia indebida si el director le hubiera llamado a su despacho durante el horario de trabajo, le hubiera llamado la atención sobre el reglamento educativo y el procedimiento de excedencia y le hubiera informado de un plazo para reflexionar y asesorarse.

(46) El derecho anglosajón ha elaborado esta doctrina por tres vías diferentes: a) el «*Constructive Notice*» *liability approach* o doctrina O'Brien-Etridge: *Barclays Bank v. O'Brien* [1993] UKHL (= United Kingdom House of Lords) 6 (21 October); y *Royal Bank of Scotland v. Etridge* (AP) [2001] UKHL 44 (11 October); b) el «*Special Equity*» *liability approach* o doctrina Yerkey-Garcia (*Yerkey v. Jones* [1939] HCA (= High Court of Australia) 3 (6 March); *Garcia v. National Australia Bank Ltd.* [1998] [1998] HCA 48 (6 August); y c) el «*Unconscionable Dealing*» *liability approach* o doctrina Amadio-Akins (*Commercial Bank of Australia Ltd v. Amadio* [1983] HCA 14 (12 May); *Akins v. National Australia Bank* [1995] HCATrans 156 (12 May). Sobre las diferencias entre las tres aproximaciones mencionadas, cfr. Rick BIGWOOD, *Exploitative Contracts* (Oxford University Press, 2003), p. 514-516. Andrew PHANG-Hans TJIOT, «The uncertain...», proponen integrar la influencia indebida en una categoría más amplia (doctrine of unconscionability). Richard A. EPSTEIN, «Unconscionability: a Critical Reappraisal», *J. L. & Econ.* 18 (= *The Journal of Law and Economics*, The University of Chicago Press, Chicago, 1975), 293-315, acepta la doctrina de la *unconscionability*, pero sólo como complementaria de los vicios del contrato y de las reglas de incapacidad.

(47) La información y el consejo independiente deben darse con la suficiente antelación (cinco días hábiles). De no ser así, el fiador podrá impugnar la garantía (o, en su caso, revocar su oferta) en un plazo razonable (por regla general, de cinco días hábiles) desde que se recibiese dicha información o consejo independiente.

c) **Propuesta de regulación**

Expongo a continuación mis conclusiones sobre la materia, que pretenden conciliar las doctrinas alemana y anglosajona. El garante de deuda ajena, sea personal o real, podrá impugnar su obligación siempre que concurren determinados presupuestos: a) onerosidad excesiva e injustificada de la garantía; b) limitación de la libertad de decisión del garante; y, c) conocimiento por el acreedor de los presupuestos anteriores o desconocimiento motivado por falta de debida diligencia. La concurrencia de estos tres requisitos permite al fiador impugnar la garantía perjudicial o desfavorable, aunque no hubiera habido engaño o intimidación, ni propiamente un acto ilícito⁽⁴⁸⁾.

La «excesiva onerosidad» es una categoría más amplia que el desequilibrio de prestaciones a que hace referencia, sobre todo, el acercamiento alemán. Como hemos visto, este desequilibrio se determina normalmente mediante la desproporción entre prestaciones, y, en el caso particular de las garantías unilaterales, la doctrina alemana entiende producido el desequilibrio cuando el garante carece de un interés propio en el negocio asegurado y se da una desproporción entre el contenido de la obligación y su capacidad de prestación. A mi entender, el criterio de la excesiva onerosidad es de mayor amplitud y también comprende todos aquellos supuestos en los que, conforme a la buena fe y a una diligencia media, la garantía pudiera considerarse inusual, excesiva, desproporcionada e irrazonable, aunque la capacidad de prestación del fiador sea suficiente, siendo éste un criterio más, ciertamente significativo, pero en modo alguno necesario.

La ausencia de una plena libertad de decisión es cuestión de interpretación y se valora en atención a las circunstancias: inexperiencia negocial y situación de presión psicológica. La presión puede darse por razón de parentesco entre fiador y deudor o por otras circunstancias que impidan la reflexión, como la presión para una pronta decisión o la amenaza de despido. No es necesario que la presión sea ejercida por el

(48) En España no se ha prestado demasiada atención a la cuestión. Algunos autores insinúan proteger al fiador a partir de una aplicación ponderada de los vicios del consentimiento, sin perjuicio de otras medidas específicas, como es el caso de las condiciones abusivas. Cfr. en este sentido Ángel CARRASCO PERERA, *Tratado...*, p. 145. Vid. también Esteve BOSCH CAPDEVILA, «Estado de necesidad y consentimiento contractual ¿Una reinterpretación de los conceptos de violencia e intimidación como vicios del consentimiento a la luz del Derecho contractual europeo y comparado?», *RCDI* 711 (2009), 57-96, en especial pp. 91-95, que propugna ampliar el concepto de «intimidación» para recoger también el de «estado de necesidad». En realidad, estas posiciones no se alejan esencialmente de las construcciones estudiadas, dada la vertiente subjetiva con que éstas enfocan el asunto. Pero, de por sí, no es suficiente. El vicio del consentimiento debido a un acto ilícito (dolo o intimidación) es siempre anulable; para que lo sea una situación de presión o estado de necesidad se precisan requisitos adicionales.

acreedor⁽⁴⁹⁾; puede ser por el deudor principal “de hecho, será lo habitual”, o por cualquier otra persona, como sería el caso de un co-garante⁽⁵⁰⁾.

Por último, el acreedor debe conocer y aprovecharse, en propio beneficio, de la inexperiencia negociadora y de la situación de presión psicológica, o haber desconocido estos presupuestos por falta de debida diligencia. El problema reside en determinar ese deber de conocimiento y diligencia exigido al acreedor. A mi entender, es una cuestión discrecional y dependerá de las circunstancias del caso: actitudes minimizadoras del riesgo asumido, como la declaración de que la obligación asumida es una cuestión «sólo para las actas»; ocultamiento de información o del riesgo pese a su carácter inusual; lugar o momento manifiestamente inadecuados...

Esta solución puede criticarse por crear inseguridad jurídica, especialmente en perjuicio del acreedor. Para paliarla, acudamos a nuestras raíces romanas, en concreto a la figura de la curatela (*cura minoris*). Así, al asumir garantías de especial relevancia, el acreedor podrá exigir, y el fiador ofrecer, una tercera persona que le asesore y le dé adecuado consejo independiente. En realidad, es la solución que ofrece el derecho inglés, pero con importantes matices. En primer lugar, el *consensus* de este tercero (*curator*) a la garantía no es requisito esencial de este tipo de negocios: ni su intervención asegura la validez, ni su ausencia determina necesariamente su posibilidad de rescisión. El «curador» aparece, pues, como una suerte de testigo cualificado de la diligencia y lealtad exigidos al que negocia con el fiador vulnerable. Se evita caer así en un rígido y excesivo formalismo.

Por otro lado, surge la cuestión del nombramiento. El derecho anglosajón acude a la figura del abogado (*solicitor*); en el derecho romano, el nombramiento correspondía al magistrado, que lo designaba de un modo informal, para un caso particular, a instancias del menor. A mi entender, sin embargo, la libre designación viene favorecida por la necesaria fluidez del tráfico jurídico y por el hecho de que este consejo independiente no impida necesariamente la rescisión: el nombramiento corresponde al fiador y su aceptación por el acreedor dependerá de los riesgos que esté dispuesto a asumir. Opta-

(49) De modo análogo, en el derecho romano, la fórmula de la *actio quod metus causa* sólo exigía que el actor hiciera algo por miedo, no que el demandado lo hubiera infundido (ULPIANO, *Digesto* 4.2.14.3). Por ello, Ulpiano dice que la fórmula es *in rem scripta*, queriendo aludir así al hecho objetivo de haber habido *metus*, independientemente de quien lo hubiera causado (ULPIANO, *Digesto* 4.2.9.8).

(50) Cfr. en el derecho inglés el caso *First National Bank v. Achampong*. Sin embargo, en contra, Nelson ENONCHONG, «The Undue Influence of a Co-Surety: First National Bank v. Achampong», *LMCLQ* (2003), 307-311, para quien la doctrina Etridge-O'Brien se refería a aquellos supuestos en los que el fiador no era profesional (*commercial*) y cuando la influencia indebida era ejercida por el deudor. *First National Bank v. Achampong* va más allá y extiende la doctrina de la influencia indebida a los casos en que es ejercida por alguien distinto del principal obligado, un co-garante; según este autor, no se le puede exigir al acreedor el mismo deber de conocer respecto de personas distintas del deudor. A mi parecer, nada impide su aplicación al cofiador, no sólo porque, precisamente, en realidad, es un verdadero y propio deudor (subsidiario o de refuerzo), sino también porque la clave es que el acreedor lo conociera o, si hubiese actuado con la diligencia debida, lo debiera conocer. La clave, por tanto, reside en el nivel de diligencia requerido al acreedor.

mos, pues, por la negociabilidad, que otorga mayor flexibilidad y evita costos innecesarios, aunque sea en detrimento de cierta seguridad⁽⁵¹⁾.

d) El caso particular del cónyuge fiador

Al hablar de la relación de cobertura y del fiador con interés hicimos referencia al cónyuge fiador que garantiza un préstamo concedido a su consorte. El deudor principal y el fiador se encuentran unidos por una relación conyugal y, a semejanza de lo visto con el socio administrador respecto de la sociedad administrada, la cuestión era determinar en qué medida los cambios de la relación de cobertura (por ejemplo la separación o divorcio) podían afectar a la garantía. Nos remitimos a lo dicho allí.

En cambio, de faltar un interés en la operación asegurada, se tratará de determinar si el fiador cónyuge puede impugnar la garantía, y así deberá entenderse en la medida en que concurran los requisitos señalados de onerosidad excesiva e injustificada, libertad de decisión restringida y conocimiento por el acreedor de los presupuestos anteriores o desconocimiento motivado por falta de diligencia. Con todo, es claro que la relación conyugal, de por sí, es insuficiente para rescindir la garantía; es más, tampoco proporciona presunción alguna de ningún tipo. Nótese, sin embargo, que, muy frecuentemente, el cónyuge fiador de su consorte será, en realidad, un fiador con interés en el crédito asegurado⁽⁵²⁾.

Caso distinto es el del cónyuge fiador que garantiza una deuda de un tercero, distinto de su consorte. Aquí se trataría de aclarar en qué modo pudiera quedar afectado el patrimonio conyugal, cuestión, por lo demás, que sólo se suscitará si el matrimonio se encuentra en régimen ganancial, de comunidad de bienes, o similar que implique confusión de patrimonios⁽⁵³⁾.

(51) La solución anglosajona precisamente se cuestiona por suponer un encarecimiento de la transacción y por el riesgo que tiene de convertirse en una cuestión puramente mecánica, formal o procedimental. Cfr. Michael J. TREBILCOCK-Steven ELLIOTT, «The Scope...», pp. 82-83. Véase también Belinda FEHLBERG, «The Husband...», p. 685-689; y Debra MORRIS, «Surety wives in the House of Lords: time for solicitors to get real? Royal Bank of Scotland plc v. Etridge (No. 2) [2001] 4 All E.R. 449», *Feminist Legal Studies* 11 (Deborah Charles Publications, Liverpool, 2003), 57-69, en especial p. 68.

(52) La jurisprudencia del *common law* ha prestado especial atención a las mujeres que prestan garantías a favor de sus maridos; de hecho, los casos estudiados (en Australia: *Yerkey v. Jones y Garcia v. National Australia Bank Ltd.*; en el Reino Unido: *Barclays Bank plc v. O'Brien* y *Royal Bank of Scotland plc v. Etridge*) se referían a la garantía prestada por la mujer en favor de su marido. En opinión de Belinda FEHLBERG, «The Husband...», la jurisprudencia posterior ha realizado incluso una interpretación restrictiva de la doctrina O'Brien, que, de por sí, ya resultaba favorable al acreedor: entre las dos posibles víctimas inocentes de la conducta errática del marido deudor, la jurisprudencia se decanta por la mujer fiadora, antes que por el acreedor garantizado (p. 689).

(53) Por supuesto, el cónyuge del fiador en ningún caso es ni puede considerarse deudor; a estos efectos, es necesario distinguir entre «deuda» (deber de realizar la prestación) y «responsabilidad patrimonial» (sujeción del patrimonio propio a la facultades de agresión de los acreedores, para la satisfacción coactiva de los créditos). Cfr. STS (Sala de lo Civil, Sección 1.ª) 1018/2004, de 3 de noviembre, ponente: José Ramón Ferrándiz Gabriel, FJ 2.º

Es claro que el patrimonio ganancial queda sujeto al pago de deudas comunes asumidas en el ejercicio de la potestad doméstica o de gestión o disposición de gananciales, o bien en el ejercicio de la profesión u oficio (art. 1369 en relación con el art. 1365 CC y art. 6 CCom). Éste sería el caso de la fianza asumida por un cónyuge en garantía de un crédito a cargo de una sociedad que él mismo administra⁽⁵⁴⁾. El cónyuge fiador asume una deuda ganancial, pues los bienes adquiridos en el ejercicio de su profesión o industria son gananciales (art. 1347.1.º CC) y, en consecuencia, revestirán ese mismo carácter los gastos y deudas que de él deriven (arts. 1362.4.ª y 1365.2.º CC). Ambos cónyuges se benefician del crédito concedido, por lo que es lógico que ese mismo patrimonio ganancial quede afectado por la carga de la garantía. Otra solución dañaría gravemente el tráfico jurídico. El acreedor confía en la responsabilidad del fiador con todo su patrimonio y, en un sistema de comunidad de bienes, una parte importante del patrimonio de un cónyuge es, por lo regular, ganancial⁽⁵⁵⁾. En la relación interna entre los cónyuges, el peso de la garantía lo deberá soportar el patrimonio común, por lo que, si satisface la garantía con sus bienes privativos, dispondrá de un derecho de regreso⁽⁵⁶⁾.

(54) La afección de los bienes comunes es independiente del carácter retribuido de la fianza. En este sentido, era correcta la crítica de Vicente GUILARTE ZAPATERO, *Comentarios...*, pp. 79-85, a la argumentación jurisprudencial que afirmaba el carácter oneroso de las fianzas constituidas en interés y beneficio de la familia para deducir de ahí la responsabilidad con los bienes gananciales. Ciertamente que se responde en tales casos con los bienes gananciales, pero no por el carácter oneroso de la fianza —que no lo tiene—, sino por la naturaleza ganancial de la deuda contraída. Cfr. también Jesús DELGADO ECHEVERRÍA, «Afianzamiento y régimen económico matrimonial», *Derechos personales de garantía: aval, fianza, crédito y caución, cláusula penal. Cuadernos de Derecho Judicial. CGPJ* (Madrid 1995), 195-291.

(55) Es dudoso si sigue vigente la distinción del artículo 6 del Código de Comercio entre una «ganancialidad especial o *ex comercio*» (gananciales obtenidos por razón del comercio) y otra «general» (los restantes bienes gananciales), de manera que sólo los primeros quedarían afectados por las deudas contraídas en el ejercicio de la actividad mercantil. Para algunos autores, este precepto debe entenderse derogado por el artículo 3 de la Ley 11/1981, de 13 de mayo, que modificó el Título III del Libro IV del Código Civil (arts. 1315-1444). Cfr. Francisco VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho mercantil* (Tirant lo Blanch, Valencia, 2007), pp. 122-124, quien, dada la complejidad e inseguridad del régimen económico matrimonial, aconseja sustituirlo por la sociedad unipersonal (pp. 125-126). En contra de esta opinión se ha manifestado Manuel DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, «Actos de disposición sobre bienes gananciales. Algunas notas para su estudio», *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo. II* (Junta de Decanos de los Colegios Notariales de España, Madrid, 1988), 103-203, en especial pp. 145-160; y Juan José PRETEL SERRANO, *Comentario del Código civil. Ministerio de Justicia 2* (Ministerio de Justicia, Madrid 1993), pp. 711-712. En cualquier caso, debido al juego de presunciones de los artículos 7 y 8 del Código de Comercio, la extensión de la responsabilidad a la totalidad de los gananciales con independencia de su origen será lo más frecuente en la práctica y, desde el punto de vista jurídico, parece ser lo más correcto y sencillo. Cfr. Ángel ROJO, en Aurelio Menéndez (dir.), *Lecciones de Derecho Mercantil* (5.ª edición, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007), p. 69. Aceptada la distinción es igualmente dudoso si debe presumirse la ganancialidad común en interés de la familia, o bien la especial en interés del tráfico y de los acreedores.

(56) Este es el sentir de la jurisprudencia, vid. las SSTs de 6 de octubre de 1980, ponente: Carlos de la Vega Benayas, FJ 2.º; de 16 de febrero de 1987, ponente: Cecilio Serena Velloso, FFJJ 4.º y 6.º; y de 20 de febrero de 1987, ponente: Antonio Sánchez Jáuregui, FFJJ 6.º y 7.º Vid. también José Luis LACRUZ BERDEJO, «Algunos aspectos (más o menos) mercantiles de la reforma del régimen económico del matrimonio», *RDBB* 7 (1982), 535-566, en especial pp. 549-550. Respecto de los bienes de conquista del Derecho foral navarro, vid. Luis ARECHEDERRA ARANZADI, «Fianza y bienes de

Por el contrario, la fianza de amistad o benevolencia, esto es la fianza sin interés, es una deuda privativa del cónyuge favorecedor, del mismo modo que son privativos de cada cónyuge los bienes que adquiere a título gratuito (art. 1346 CC). La razón es clara: lo que no supone un beneficio para la sociedad tampoco puede implicar un perjuicio, a no ser que el cónyuge cotitular consienta (art. 1367 CC). El problema es que el cónyuge fiador responde con todo su patrimonio, que comprende tanto el que dispone a título personal como aquél de que es cotitular con su consorte. La cuestión es entonces cómo y en qué medida se puede agredir ese patrimonio ganancial común. Éste se encuentra en una situación de co-titularidad muy especial, que se separa tanto de la personalidad jurídica de las sociedades como de la comunidad por cuotas, por lo que cada cónyuge no dispone de una cuota que forme parte de su patrimonio personal contra la cual pueda dirigirse el acreedor. Advértase que el consorcio accede al matrimonio y existe por y para él, y que la condición de comunero es inseparable de la de cónyuge, por lo que, durante la vigencia del régimen económico, el patrimonio es inalienable y los cónyuges no pueden disponer por separado de la parte que les corresponde (art. 1344 CC). La solución más plausible, pues, consistirá en permitir al acreedor embargar el entero patrimonio conyugal, y que el cónyuge no deudor pueda evitar el de su participación en la comunidad solicitando la previa disolución del régimen económico (art. 1373 CC y 541.3 LEC)⁽⁵⁷⁾.

7. LA PROTECCIÓN DEL FIADOR DE CONSUMO

Ciertos fiadores gozan, además, de la protección que conceden diversas normativas en protección del consumidor, en especial la Ley de Consumidores y Usuarios

conquista (Ejercicio del comercio y Derecho foral de Navarra. La sentencia del Tribunal Supremo de 16 de febrero de 1987)», *RDM* (= *Revista de Derecho Mercantil*, Aguirre, Madrid, 1987), 63-137. En contra de esta interpretación, cfr. Jesús DELGADO ECHEVERRÍA. «Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo de 16 de febrero de 1987», *CCJC* 13 (1987), 4325-4344; y Vicente GUILARTE ZAPATERO, *Comentarios...*, pp. 79-85 y 142-143.

(57) Quizá el mismo efecto podría haberse logrado con una liquidación puramente contable, sin necesidad de disolver el régimen matrimonial (vid. arts. 42 y 43 de la Ley 2/2003, de 12 de febrero, sobre el régimen económico matrimonial y viudedad de Aragón). En caso de concurso, cfr. el artículo 77.2 de la Ley Concursal (Ley 22/2003, de 9 de julio = 77.2 Anteproyecto de Ley de reforma de 2010) y el artículo 807 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (1/2000, de 27 de enero). El trámite sería el del incidente concursal civil, en el que serían parte los cónyuges y el administrador concursal. Sobre los problemas que genera el artículo 77.2 de la Ley Concursal, cfr. Matilde CUENA CASAS, «El concurso de acreedores de personas casadas en régimen de gananciales», en Matilde Cuenca Casas-José Luis Colino Mediavilla (coord.) *Endeudamiento del consumidor e insolvencia familiar* (Civitas Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2009), 159-189; según esta autora, es necesaria una liquidación previa de la sociedad de gananciales (pp. 171-183); a su juicio, la ley concursal debe interpretarse con escrupuloso respeto a la regulación de la sociedad de gananciales (p. 186). En términos similares, vid. Francisco Javier Orduña-Javier Plaza, en Ángel Rojo y Emilio Beltrán (dir.), *Comentario de la Ley Concursal 1* (Thmoson-Civitas, Madrid, 2004), p. 1411, para quienes el cónyuge no deudor puede optar entre admitir que los bienes gananciales integren la masa, en cuyo caso tiene un crédito a ejercitar contra la sociedad de gananciales en el momento de la liquidación, o solicitar la extinción de la sociedad de gananciales, produciéndose su disolución y liquidación. Cfr. también Vicente GUILARTE GUTIÉRREZ, «Algunas cuestiones concursales relativas a los grupos de sociedades», *ADCon* 5 (= *Anuario de Derecho Concursal*, Civitas, Madrid, 2005), 61-100, en especial pp. 95-96.

(Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre; versión vigente de 1 de enero de 2010 = LCU), la Ley de Condiciones Generales de la Contratación (Ley 7/1998, de 13 de abril; versión vigente de 4 de mayo de 2010 = LCGC) y la Ley de Crédito al Consumo (Ley 7/1995, de 23 de marzo; versión vigente de 1 de enero de 2004 = LCC).

El término «consumidor» es confuso y equívoco, en especial si lo referimos al garante de una deuda ajena⁽⁵⁸⁾. Reservaremos el término de «fiador consumidor» para referirnos a quien, sin actuar en el ejercicio de su actividad profesional, asume su garantía frente a una entidad crediticia o análoga. Se discute si el fiador ha de carecer de interés y si ha de tratarse de una persona física. En realidad, la clave está más bien en el acreedor, que necesariamente ha de ser un profesional en financiación y concesión de crédito, y en que el consumidor no lo sea, pues la cuestión de fondo que gravita sobre la protección del consumidor es el especial deber de diligencia que se le exige al profesional frente a quien no lo es. Con el término más amplio y comprensivo del anterior de «fiador en relaciones de consumo» o «fiador de consumo» aludiremos también a quien asume su garantía en un contrato de adhesión, sea o no consumidor en sentido estricto, y, asimismo, a quien garantiza un crédito de consumo.

Tres son los pilares fundamentales de la protección del consumidor en materia de contratos: a) los deberes del empresario de información y formalización del negocio; b) los mecanismos especiales de control de contenido (cláusulas abusivas e interpretación *pro consumatore*); y c) la facultad de desistimiento. Analizaremos brevemente la aplicación de cada uno de ellos al fiador. Después nos referiremos a los fiadores que, sin ser técnicamente consumidores, prestan su garantía en condiciones predisuestas, y a los que asumen su obligación en garantía de un crédito al consumo.

Los distintos deberes de información y formalización del contrato se manifiestan en las diversas fases de la garantía, una primera precontractual, la de perfección o constitutiva, y, finalmente, la de seguridad y ejecución de la garantía. En la fase precontractual, el acreedor debe informar al fiador consumidor de los riesgos asumidos, y también debe asegurarse de que el garante estrechamente ligado con el deudor principal recibe consejo independiente (art. 60 LCU en relación con la exigencia de buena fe; arts. 7 y 1258 CC). El incumplimiento de este deber de información y de consejo independiente permitirá al fiador revocar la oferta o impugnar la garantía; de no darse en un plazo razonable previo a su suscripción por el fiador, le permitirá retirar la oferta

(58) En la Unión Europea, el Tribunal de Justicia Europeo sostuvo en la decisión *Bayrische Hypotheken- und Wechselbank v. Dietzinger* (1998) que el garante sólo quedaba protegido por la Directiva 85/577/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, referente a la protección de los consumidores en el caso de contratos negociados fuera de los establecimientos comerciales. Disposiciones del consumidor específicamente referidas al garante de deuda ajena en el Derecho comparado podemos destacar: a) en Austria: el parágrafo 25a a 25d de la Ley de Protección del Consumidor de 1979 (versión de 2008); b) en Bélgica: los artículos 34 a 37 de la Ley sobre Crédito al Consumo de 1991 (versión de 2010) y los artículos 2043 *bis* a *octies* del Código Civil de 1804 (versión de 2008); c) en Francia: los artículos L. 313-7 a 3.313-10 y L. 3.41-1 a 3.41-1 a 3.41-6 del Código de Consumo de 1978 (versión de 2011); y, finalmente, d) en Holanda: los artículos 857 a 864 del Código Civil 7, de 1992 (versión de 2011).

o impugnar la garantía en un plazo igualmente razonable desde que se dio⁽⁵⁹⁾. El consejo independiente puede ser de cualquier tercero y no es necesario que se trate de un abogado o de un notario, que encarecería en demasía la operación; pero, por esa misma razón, el mero certificado de haber recibido dicho consejo no impedirá toda posibilidad de rescisión por onerosidad excesiva; simplemente será un elemento más de prueba, ciertamente consistente, de la necesaria libertad de decisión del garante por deuda ajena.

En cuanto a la fase de perfección, la garantía debe constar por escrito y contar con la firma del fiador para su validez, a quien se entregará recibo justificante, copia o documento acreditativo con las condiciones esenciales de la operación (art. 63.1 LCU), pero, como ya se indicó, esta regla debería ser aplicable a cualquier tipo de garantía personal⁽⁶⁰⁾. Se trata de un requisito esencial del contrato bajo pena de nulidad.

Por lo que se refiere a la fase de ejecución de la garantía, parece razonable que la entidad crediticia informe de impagos y otros incumplimientos relevantes del deudor principal, a no ser que el fiador conociera o razonablemente pudiera suponerse que conocía la información requerida. Pero, quizá, la buena fe exija que se aplique igualmente a cualquier tipo de fiador, sea o no consumidor⁽⁶¹⁾. También se ha propuesto que, previo consentimiento del deudor, el acreedor informe anualmente sobre las cantidades adeudadas en concepto de principal, intereses y demás prestaciones accesorias, de las que respondiere el fiador, a no ser que éste conociera esta información o pudiera suponerse razonablemente que la conocía⁽⁶²⁾. La necesidad de contar con el consentimiento del deudor (irrevocable una vez concedido) se justifica en el deber de confidencialidad de las entidades crediticias, si bien cabría discutir si se presume otorgado cuando el garante actúe por encargo o mandato suyo.

De enorme importancia en la protección del fiador consumidor es la cuestión relativa al control de contenido, en particular la ineficacia de las cláusulas abusivas en

⁽⁵⁹⁾ Cfr. también el artículo IV.G.-4:103 DCFR, que otorga cinco días de plazo razonable para informar y solicitar el consejo independiente.

⁽⁶⁰⁾ Si se formaliza en escritura pública, será gratuita para el fiador (art. 63.2 LCU). Vid. también art. IV.G.-4:104 DCFR y art. 7:859.1 del Código Civil holandés. Mucho más exigente es la regulación francesa (arts. L. 313-7 y L. 341-2 Código de Consumo), que señala la forma notarial o bien en documento privado con un texto legal fijo necesariamente manuscrito. En la misma línea está el artículo 2043 *quinquies* del Código Civil belga. Asimismo, véanse los artículos L. 313-8 y 341-3 del Código de Consumo francés respecto de la forma de renuncia del beneficio de excusión, por lo demás sólo admitida en caso de garantías de cuantía determinada (art. L. 341-4). La exigencia del art. 621 LCU de que conste de forma inequívoca la voluntad de contratar es, en realidad, de aplicación general (art. 1827 CC).

⁽⁶¹⁾ Precisamente por ello, el Proyecto de Marco Común de Referencia regula el deber de informar los impagos en el artículo IV.G.-2:107.1. Por el contrario, las legislaciones nacionales suelen referirlo en sus regulaciones relativas al fiador de consumo (Francia, arts. L. 313-9 y L. 431-1, este último, relativo a créditos comerciales, con la única diferencia de que da un plazo de un mes; Austria, § 25b; y, Bélgica, art. 35).

⁽⁶²⁾ Así lo establece el Proyecto de Marco Común de Referencia (art. IV.G.-4:106). Cfr., en Francia, el artículo 2293 del Código Civil, y los arts. L. 313-22 y 341-6 del Código de Consumo.

los contratos de adhesión y el principio *pro consumatore* (art. 80.2 LCU), que se erige en criterio interpretativo rector de los contratos de consumo, bien es verdad que sin separarse en esencia de las reglas generales (arts. 1281 a 1289 CC) y siempre conforme al principio de buena fe objetiva (arts. 7.1 y 1258 CC).

Con frecuencia, las entidades crediticias hacen depender la concesión de un crédito de que el garante firme el formulario por ellas preparado, con disposiciones que pueden fortalecer la posición del acreedor a costa del fiador, que pierde la protección dispensada por el derecho civil. Pues bien, estas garantías redactadas por la parte acreedora bajo condiciones generales quedan sometidas a los artículos 7 a 10 de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación, y, asimismo a los artículos 80 a 91 de la Ley de Consumidores y Usuarios. Por tanto, son ineficaces las cláusulas oscuras, sorpresivas y las que, contrariamente al principio de buena fe, perjudiquen de forma desproporcionada al usuario (cláusulas abusivas); éstas últimas, sólo aplicables a contratos de consumo, pueden consistir en una renuncia por el consumidor de derechos y facultades, o bien tratarse de prerrogativas desproporcionadas que se reserve el empresario⁽⁶³⁾.

A diferencia de otros derechos, la doctrina española en general se muestra muy reacia a calificar una condición como abusiva por suponer una renuncia de derechos del fiador. Se ha insinuado que equivaldría a negar el carácter dispositivo de la regulación sobre la fianza, y se interpreta restringidamente en el sentido de referirla exclusivamente a la renuncia de normas específicas de protección de los consumidores⁽⁶⁴⁾. A mi entender, esta interpretación restrictiva debe rechazarse; el miedo a que la normativa de la fianza pierda su carácter dispositivo puede salvarse fácilmente si se entiende que nada obsta a dichas renunciaciones si son proporcionadas (no supone un desequilibrio importante), o se negocian individualmente⁽⁶⁵⁾. En este sentido, la posibilidad de renunciar a los beneficios de excusión y división no parece que pueda considerarse desproporcionada o excesiva; además, la facultad de renunciar a dichos beneficios vendría favorecida si, como proponemos, se considerasen elementos accidentales de la garantía⁽⁶⁶⁾.

⁽⁶³⁾ Sobre el fiador y las condiciones generales, cfr. Ángel CARRASCO PERERA, *Tratado...*, pp. 167-171.

⁽⁶⁴⁾ Cfr. Ángel CARRASCO PERERA, *Tratado...*, p. 170. Por esta razón, este autor entiende que la calificación de fiador consumidor es irrelevante, pues nuestro derecho de consumo no contiene apenas ninguna norma específica a la prestación de fianzas por consumidores (p. 109). Vid. también María Susana QUICIOS MOLINA, en Rodrigo Bercovitz-Cano (coord.), *Comentarios a la Ley de Condiciones Generales de la Contratación* (Aranzadi, Pamplona, 2000), p. 1059.

⁽⁶⁵⁾ A no ser que se trate de prácticas no consentidas expresamente. Por lo demás, no sólo el derecho alemán es de este parecer. Cfr. también el artículo IV.G.-4:102 del Proyecto de Marco Común de Referencia y la interpretación amplia que se hace en los comentarios oficiales en Christian VON BAR-ERIC CLIVÉ (edit.), *Principles...*, pp. 2758-2760. Obsérvese, por lo demás, que el proyecto lo extiende a cualquier tipo de renuncia, se haya fijado en condiciones predispuestas o no.

⁽⁶⁶⁾ La posibilidad de renunciar a estos beneficios está generalmente aceptada. Cfr. el art. IV.G.-4:105(b) DCFR; asimismo, los arts. L. 313-8 y L. 341-3 del Código de Consumo francés, si bien en este caso la renuncia debe hacerse manuscrita y, por tanto, debe negociarse individualmente.

El hecho de que la cláusula deba suponer un desequilibrio de prestaciones o resultar desproporcionada para resultar abusiva implica incluir un elemento de ponderación en su calificación a partir de los criterios fijados por la ley (arts. 85 a 90 LCU) y la jurisprudencia. Una vez más, el derecho huye de automatismos. Respecto del fiador, son abusivas, entre otras, las siguientes: a) las cláusulas de exoneración de los deberes propios del empresario, como el de información y la exigencia de forma (art. 86.4 LCU); b) las cláusulas de renuncia de derechos propios del fiador, como el de resolución (art. 85.5 y 86.5 LCU), o los de compensación y consignación (art. 86.4 LCU); c) las cláusulas que modifiquen las reglas de competencia y derecho aplicable (art. 90 LCU) o la carga de la prueba (art. 88.2 y 3 LCU); d) la cláusula general de exclusión de excepciones de la relación garantizada (la fianza a primer requerimiento)⁽⁶⁷⁾; e) las cláusulas que prevean prórrogas automáticas de la garantía si el fiador no se manifiesta en contra en un plazo determinado o sujeción a un plazo excesivamente breve (art. 85.2 LCU); e) la cláusula de renuncia del derecho del fiador a subrogarse por pago hasta que la totalidad de las deudas garantizadas resulten satisfechas; f) la cláusula que permita el cambio de deudor principal, sin necesidad de contar con el consentimiento del fiador; y g) la cláusula que prevea la posibilidad de renovar o modificar el crédito aun en perjuicio del fiador, sin contar con su consentimiento, como sería el caso de la prórroga del principal debido⁽⁶⁸⁾.

Las cláusulas abusivas serán nulas y se tendrán por no puestas conforme al principio de integración del contrato (arts. 65 y 83 LCU; arts. 6 y 8 LCGC). Así, en el caso de constituirse una garantía abstracta, independiente o «a primer requerimiento», la cláusula general de exclusión de excepciones se anulará y la garantía se considerará como plenamente accesorio (cfr. art. IV.G.-4:105(c) DCFR).

En principio, nada obsta a que el fiador consumidor garantice relaciones continuadas, sean contractuales (suministro) o puramente económicas («fianza global, general u *omnibus*»), ni puede considerarse abusiva la extensión de la garantía a deudas futuras, todavía por nacer, pese a existir una relativa indeterminación. Trátase, en realidad, de fianzas «en blanco» en orden a su contenido objetivo. Como toda garantía indeterminada deben concretarse conforme a lo pactado. Los criterios de determinación pueden derivar de un pacto ulterior entre acreedor y fiador, así como del propio negocio garantizado *per relationem*. El acreedor y deudor garantizado, así como el tipo de vinculación negocial que les une, son criterios necesarios para determinar el objeto y, por tanto, deben hacerse constar. Asimismo, el fiador que asume su garantía

⁽⁶⁷⁾ Así lo señala expresamente el Código de Consumo francés en el artículo L.313-10-1, introducido en el 2006. Por su parte, José Manuel BUSTO LAGO, *Las garantías personales atípicas en el ordenamiento jurídico español* (Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006), p. 159, señalaba que la fianza a primer requerimiento en garantía del crédito debido por un consumidor era nula, de conformidad con la disposición adicional 1.ª 2.11.ª, 14.ª y 1.ª 4.18.ª LCU.

⁽⁶⁸⁾ Otras cláusulas serán nulas por aplicación general, aunque no se trate de un fiador consumidor ni se haya estipulado en condiciones predispuestas, como aquélla por la que se renuncia al perjuicio en la subrogación del artículo 1852 del Código Civil, a no ser que se asumiera otra obligación por otro concepto, pues sería contrario al artículo 1826, que sería de derecho necesario en cuanto fianza.

en una relación continuada de carácter indefinido dispone de un derecho de resolución *ex nunc*, previo aviso con suficiente antelación; más dudoso es si pueden acordarse «a primer requerimiento»⁽⁶⁹⁾. Por lo demás, la cuestión fundamental aquí consiste en aclarar si, en el caso del fiador consumidor que presta una garantía global (no una operación concreta, como el suministro), debe consignarse un máximo de cobertura para la validez de la fianza⁽⁷⁰⁾; y, por otra parte, si la facultad de resolver *ex nunc* puede extenderse a las garantías globales pactadas por un período determinado, a partir de un cierto plazo⁽⁷¹⁾.

Por último, el fiador consumidor dispone de un derecho de desistimiento sin necesidad de justa causa cuando la garantía se celebre a distancia o fuera de la entidad crediticia (arts. 101.1 y 110 LCU) y siempre que así lo reconozca la oferta, promoción o el mismo contrato de garantía (art. 68.3 LCU)⁽⁷²⁾. El desistimiento se notificará, sin necesidad de formalidad alguna, normalmente mediante la devolución del documento de desistimiento, en un plazo de siete días desde que el acreedor cumpla su deber de informar de la facultad de desistir y le entregue el correspondiente documento de desistimiento, si bien legal o convencionalmente podría disponerse de un plazo mayor favorable al fiador (arts. 69 a 71 LCU). Corresponde al fiador probar que ha ejercitado su derecho de desistimiento (art. 72 LCU); serán nulas las cláusulas que impongan al fiador una penalización por su ejercicio (art. 68.2 LCU); será el garante quien deba probar su ejercicio efectivo (art. 72 LCU); pero los gastos de dicho ejercicio corresponderán a la entidad acreedora (art. 73 LCU).

Como indicamos anteriormente, el concepto de fiador en relaciones de consumo es más amplio que el de fiador consumidor, pues comprende a todo fiador, aunque actúe en el ejercicio de su actividad profesional, en la medida en que se adhiera a un formulario predispuesto por el acreedor con la finalidad de ser incorporado a una pluralidad de contratos, o en tanto su garantía recaiga sobre un crédito de consumo. En el primer caso, las condiciones oscuras y sorpresivas serán nulas conforme al artículo 7 de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación y a las reglas de ineficacia e integración del contrato (arts. 9 y 10 LCGC), además, por supuesto, de aquéllas que sean contrarias a normas imperativas (art. 8 LCGC). El acreedor predisponente debe informar al garante de la existencia y contenido de las condiciones generales, que

⁽⁶⁹⁾ En sentido negativo se pronuncia el Proyecto de Marco Común de Referencia, en su artículo IV.G.-1:101(f).

⁽⁷⁰⁾ Vid. arts. 7:858.1 y 2 del libro 7 del Código Civil holandés; arts. L.3.13-7 y 3.41-2 del Código de Consumo francés; y los arts. 2043 *quinquies* § 3 y 2043 *sexies* § 1 del Código Civil belga.

⁽⁷¹⁾ De cinco años, según el artículo 861 del libro 7 del Código Civil holandés; de tres, conforme al artículo IV.G.-4:107(1) DCFR.

⁽⁷²⁾ En un primer momento, la jurisprudencia alemana negó al fiador la facultad de revocar su declaración conforme al parágrafo 312 del Código Civil alemán, apoyándose en el carácter unilateral y no remuneratorio de su obligación; sin embargo, la literatura jurídica es unánime en aceptar la aplicabilidad de esta ley al fiador y aduce fundamentalmente razones teleológicas: el fiador por causa de la unilateralidad de su obligación precisa de especial protección frente a «posibles ataques por sorpresa en la puerta de su casa».

necesariamente constarán por escrito (art. 5 LCGC en relación con la necesidad de forma en las garantías del crédito). El contrato se interpretará conforme al principio *contra proferentem* (art. 6 LCGC), que, en realidad no es más que una adaptación del artículo 1288 del Código Civil, de manera que, en caso de contradicción entre condiciones, prevalecerán las más beneficiosas para el adherente y la oscuridad o ambigüedad siempre se resolverá a su favor.

En cuanto al fiador en garantía de créditos de consumo, la normativa de crédito al consumo le afectará de modo reflejo por razón de la accesoriedad de su garantía respecto del crédito asegurado. La regulación propia relativa al consumidor o a las cláusulas predispuestas sólo le alcanzará si puede considerarse técnicamente un fiador consumidor o un adherente en el sentido que hemos visto.

8. HUMANIDAD Y DERECHO EN LA PROTECCIÓN DEL FIADOR

El derecho siempre se ha preocupado por proteger el interés del acreedor y asegurar su crédito. Prueba de ello es precisamente el desarrollo e importancia de las garantías. Y así debe seguir siendo. Al mismo tiempo, existe una tendencia humanitaria favorable a la parte débil y afligida de la relación obligacional: el deudor, que, en el caso que nos ocupa, es el fiador. Este fenómeno puede observarse, entre otros, en la represión de la usura, en la relajación de la cláusula penal, o en protección del consumidor. Y es conveniente que dicha tendencia continúe: la concepción social de la propiedad exige un adecuado correlato en el derecho de crédito.

El crédito tiene, primeramente, límites intrínsecos que derivan de la «naturaleza de las cosas». Así, respecto del garante de una deuda ajena, en los términos que hemos visto, los principios de determinabilidad, de accesoriedad y, en coordinación con ellos, el de relatividad negocial. Pero, razones de justicia social también pueden aconsejar limitar la eficacia del crédito, sea por vía legal o jurisprudencial. Como es obvio, se trata de una cuestión de prudencia y la respuesta jurídica se habrá de mover dentro de los parámetros de lo razonable y probable, que también debiera tomar en consideración criterios económicos y de utilidad, pero no exclusivamente.

Con frecuencia, en los créditos garantizados por tercero intervienen entidades crediticias o análogas, sea como garante o acreedor. Es claro que el fiador profesional (caso de la garantía bancaria, o del seguro de crédito o caución) no precisa de especial protección, dada su profesionalidad y experiencia. Por otro lado, el acreedor profesional cuyo crédito está garantizado por alguien que actúa fuera del ámbito de su actividad profesional (fiador consumidor) asume un especial deber de diligencia, que se concreta en el de informar y en el de asegurarse de que el garante actúe libre y debidamente aconsejado.

Pero también el fiador no profesional merece protección aunque, técnicamente, no se trate de un consumidor. El grado de protección dependerá del interés que tenga en la operación asegurada. El fiador interesado podrá hacer valer excepciones derivadas de la relación de cobertura en la medida en que, de algún modo, éstas deban considerarse integradas en la relación jurídica de fianza. Por su parte, el fiador sin

interés que se encuentra en una situación de fuerte presión afectiva o psicológica podrá impugnar la garantía excesivamente onerosa que el acreedor haya obtenido aprovechándose de las particulares circunstancias. Como la sanción de ineficacia persigue un fin integrativo, ésta será, en la medida de lo posible, parcial. El acreedor podrá exigir y asegurarse de que el fiador recibe suficiente consejo independiente, pero, en mi opinión, el hecho de recibirlo no es condición necesaria ni suficiente para enervar la impugnación del fiador; servirá como una suerte de presunción *iuris tantum* ⁽⁷³⁾.

Como pudo observarse anteriormente, las aproximaciones alemana e inglesa parten de un planteamiento común, aunque finalmente difieren en la solución. En este sentido, resulta paradójico que el derecho anglosajón, marcadamente jurisprudencial y basado en el *case-law*, adopte una respuesta formal y de cierto automatismo, a partir de un deber de recibir consejo independiente; mientras un derecho continental, como el germánico, se limite a señalar criterios sustantivos que se resolverán prudencialmente en cada caso. La propuesta que someto a consideración procura integrar el deber formal de consejo independiente dentro de los planteamientos jurisprudenciales más amplios que le dieron origen. Esta propuesta también relativiza el excesivo énfasis que la doctrina alemana hace del requisito de desproporción entre la cuantía asegurada y el patrimonio del fiador, por analogía con el desequilibrio de prestaciones en los contratos sinalagmáticos. Sin duda, es un elemento importante y permite presumir la onerosidad excesiva; sin embargo, no considero que deba suponer una presunción *iuris et de iure*, y, en cualquier caso, cabría plantearse la impugnación, aunque no concurriera dicha desproporción, por ejemplo cuando una persona anciana asume una garantía de cuantía extraordinaria e inusual, aunque al alcance de su fortuna, por presión afectiva o psicológica del deudor principal, de la que el acreedor se aproveche en su propio beneficio.

Se podría achacar a la propuesta cierta inseguridad jurídica. Ciertamente, es un importante deber del acreedor el de asegurar la eficacia de las garantías por los créditos que concede. Este interés redundaría en beneficio del fiador, de la propia entidad y de la economía en general. Planteamientos cortoplacistas han llevado a un afán desmedido por culminar operaciones que, de hecho, han provocado graves crisis económicas. Pero, al mismo tiempo, es igualmente cierto que la práctica comercial requiere riesgos y que, a veces, préstamos poco seguros han sido de importancia fundamental para que una empresa evite la ruina o una familia encuentre recursos con los que salir adelante ⁽⁷⁴⁾. Es claramente un perjuicio para la sociedad conceder créditos sin valorar previamente su rentabilidad, pero también lo es negarlos siempre que surjan dudas sobre su

(73) Un caso particular es el del cónyuge que garantiza una deuda de su consorte de naturaleza ganancial frente a una entidad bancaria o similar. Si bien el cónyuge tiene un claro interés en la operación asegurada, pues redundaría en su propio beneficio, contará con la protección propia de su condición de fiador consumidor, por lo que la entidad bancaria asumirá especiales deberes de diligencia.

(74) Como dice Alberto DE ROVIRA MOLA, en Carlos E. Mascareñas (dir.), *Nueva Enciclopedia Jurídica* 9 (Seix, Barcelona, 1982), p. 696: «mediante él, una familia desgraciada encuentra recursos, un comerciante evita la ruina que le amenaza y el ausente debe a su amigo la conservación de sus propiedades».

recuperabilidad. Por ello, pienso que la respuesta debe evitar automatismos y formalismos, aun a riesgo de cierta inseguridad. Necesariamente hemos de convivir con un cierto grado de inseguridad, y el derecho ni debe ni puede intervenir en todo momento ni controlar cualquier vicisitud. Siempre habrá un margen para la libre ponderación de las partes, que se avendrá a criterios económicos y de oportunidad, pero también morales y éticos.

La escasa atención del derecho español (legal, jurisprudencial y doctrinal) a estas cuestiones debe corregirse, por solidaridad con los derechos de nuestro entorno, de los que no podemos sustraernos (piénsese en los esfuerzos de unificación del derecho privado); pero también por razones de justicia y equidad (concepción social del crédito); y porque nuestros juristas y nuestro derecho tienen mucho que decir y aportar a la comunidad europea e internacional y al derecho global. La mera remisión a los vicios de consentimiento parece insuficiente; no porque no quepa, sino porque exige desarrollo y concreción, pues, aparte del consentimiento viciado, se precisa, al menos, otro requisito, su carácter excesivamente oneroso.

LA RETRIBUCIÓN DE LA ALTA DIRECCIÓN EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS: DE LOS NUEVOS PRINCIPIOS A LAS NORMAS DE OBLIGADO CUMPLIMIENTO

JOSÉ MANUEL ORTIZ DE JUAN

Abogado
Consejero de Cuatrecasas, Gonçalves Pereira

RESUMEN

La existencia de una mala práctica retributiva para la alta dirección de las entidades financieras, reconocida internacionalmente como una de las causas que ha contribuido a la actual situación de crisis económica, ha desencadenado procesos normativos de calado a nivel comunitario cuyo objetivo es exigir de estas entidades el seguimiento de nuevos criterios en materia de políticas de remuneración que garanticen una gestión sana y eficaz de los riesgos.

Un adecuado conocimiento de las nuevas obligaciones en materia de políticas retributivas permitirá una ágil adaptación que garantice tanto el objetivo de cumplimiento normativo ante los organismos supervisores como la debida transparencia ante los accionistas y los mercados.

Palabras clave: *Crisis, políticas retributivas, alta dirección, cumplimiento normativo, retribuciones variables.*

ABSTRACT

The existence of bad remuneration policies in the financial institutions for top directors and executives, internationally recognized as one of the reasons that has contributed to the current economic crisis, has unleashed legal processes of importance in the European Union whose aim is to demand of these entities the implementation of new criteria concerning remuneration policies and practices that guarantee a sound risk management.

A suitable knowledge of the new obligations for remuneration policies and practices will allow an agile compliance that guarantees both legal fulfillment before supervisors and transparency before shareholders and financial markets.

Key words: *Crisis, remuneration policies, top executives, legal compliance, variable remunerations.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. ANTECEDENTES.
- III. LOS NUEVOS PRINCIPIOS.

IV. LA RECEPCIÓN DE LOS NUEVOS PRINCIPIOS DE LAS POLÍTICAS RETRIBUTIVAS EN EL DERECHO COMUNITARIO.

1. **Primera fase. Las recomendaciones de la Comisión Europea.**
2. **Segunda fase. Las normas de obligado cumplimiento aprobadas por la Directiva 2010/76/UE de 24 de noviembre de 2010.**
3. **Contenido del nuevo marco jurídico obligatorio en materia de políticas retributivas para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.**

3.1. *Obligación genérica de disponer de políticas retributivas.*

3.2. *Nuevos principios obligatorios.*

V. LA INCORPORACIÓN AL DERECHO ESPAÑOL DE LOS NUEVOS PRINCIPIOS DE LAS POLÍTICAS RETRIBUTIVAS CONTENIDOS EN LA DIRECTIVA 2010/76/UE. LA LEY 2/2011, DE 4 DE MARZO, DE ECONOMÍA SOSTENIBLE Y OTRAS DISPOSICIONES POSTERIORES.

1. **Entidades de crédito.**

1.1. *Obligación de disponer de políticas y prácticas retributivas.*

1.2. *Mayores exigencias de publicación de información de relevancia prudencial.*

1.3. *Nuevas facultades de supervisión en materia de políticas retributivas.*

1.4. *Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros.*

2. **Empresas de Servicios de Inversión.**

3. **Requisitos de las políticas retributivas y diseño de esquemas de remuneración.**

I. INTRODUCCIÓN

Entre las muchas causas a las que cabe atribuir la actual situación de crisis económica internacional, diversos grupos de trabajo de ámbito supranacional han señalado las malas prácticas retributivas en las entidades financieras.

Esta circunstancia, unida a las mayores exigencias de transparencia en materia de buen gobierno de las entidades cotizadas, ha llevado a los poderes públicos a impulsar la regulación, tanto a nivel comunitario como a nivel interno, de un conjunto de principios y reglas a las que deberían someterse en el futuro las políticas retributivas, especialmente las correspondientes a la alta dirección.

El presente artículo expone dichos nuevos principios —ya nuevas normas de obligado cumplimiento— al objeto de facilitar al lector su identificación en los diferentes cuerpos normativos que se han ido aprobando a lo largo de los últimos años.

II. ANTECEDENTES

Los acontecimientos económicos que desencadenaron la crisis financiera a nivel internacional se manifestaron paulatinamente, aunque con intensidad creciente, en el período comprendido entre marzo de 2007 y noviembre de 2008.

Aunque este lapso de tiempo fue amplio (casi dos años) y los mayores escándalos financieros vieron la luz en el último trimestre de 2008, la magnitud de los hechos económicos acaecidos justificó la celebración inmediata de reuniones de expertos y grupos de trabajo de ámbito supranacional encaminados a diagnosticar las patologías que afectaban a la economía e identificar sus causas más directas.

El primer informe que se realizó sobre la situación económica global que aportó un primer diagnóstico —así como una batería de posibles soluciones— fue elaborado por el Grupo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera de la Unión Europea. Este trabajo, que data de 25 de febrero de 2009, conocido como Informe Larosiére, considera que la configuración de las políticas retributivas en las entidades de crédito basadas en elevadas retribuciones que premian la obtención de resultados a corto plazo son uno de los gérmenes de la crisis, en la medida que incentivan la toma de decisiones que pueden comprometer los riesgos de las entidades a largo plazo. Las políticas retributivas manifiestan, por tanto, un problema estructural que debe corregirse de cara al futuro.

Al Informe Larosiére siguieron las publicaciones del Comité de Estabilidad Financiera (FSB)⁽¹⁾ y del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS)⁽²⁾, cuyo diagnóstico, con algunos matices, vino a coincidir en lo sustancial: identificar como una de las causas de la crisis la deficiente estructura de las políticas retributivas que premia el beneficio a corto plazo y descuida el impacto en los riesgos a largo plazo.

III. LOS NUEVOS PRINCIPIOS

Estos documentos de trabajo enunciaron una batería de principios y reglas que en un futuro deberían cumplir las políticas retributivas para así evitar los problemas denunciados.

Del análisis conjunto del contenido de dichos documentos puede concluirse que el objetivo a conseguir es triple:

- 1.º Alinear la retribución de la alta dirección con los intereses de los accionistas.
- 2.º Evitar que las políticas retributivas impidan un adecuado control de los riesgos a que puedan quedar expuestas las entidades a largo plazo.

(1) Principios del FSF para unas buenas prácticas en materia de remuneración, de 2 de abril de 2009, y Estándares de Aplicación de los Principios, publicados con fecha 25 de septiembre de 2009.

(2) Principios de alto nivel para las políticas de remuneración, de 20 de abril de 2009.

- 3.^o Reforzar la vigilancia y los controles sobre la estructura de las políticas retributivas y su implementación, tanto en sede de las propias entidades como en sede de los organismos supervisores, y contribuir a una mayor transparencia de las políticas retributivas aplicadas.

Para lograr la consecución de estos objetivos, los documentos elaborados por el FSB y el CEBS enuncian diversos principios a los que deberían responder las políticas retributivas del futuro. El documento del FSB, que es el que los desarrolla con mayor extensión, agrupa estos principios en tres categorías diferentes: principios de carácter general, tales como la alineación con los riesgos y la estrategia, ajuste de la retribución a lo largo del ciclo económico de las entidades en función de los riesgos; principios relativos a la estructura de las retribuciones variables, tales como proporcionalidad, recuperabilidad, alineación con el largo plazo, fraccionamiento, y principios de gobernanza efectiva, supervisión y transparencia.

IV. LA RECEPCIÓN DE LOS NUEVOS PRINCIPIOS DE LAS POLÍTICAS RETRIBUTIVAS EN EL DERECHO COMUNITARIO

La reacción de los poderes públicos a las propuestas emanadas de los grupos de trabajo internacionales, plasmadas en los nuevos principios propuestos por el FSB, el CEBS y el G-20, no se hizo esperar y se produjo en dos fases. La primera, a lo largo del año 2009, sobre la base de nuevas recomendaciones de la Comisión Europea y, en lo que concierne a España, sobre la base de determinadas comunicaciones del Banco de España a las entidades supervisadas; la segunda, mediante la elevación de los nuevos principios de las políticas retributivas a rango de norma de obligado cumplimiento, mediante la aprobación de la Directiva 2010/76/UE de 24 de noviembre de 2010.

1. Primera fase. Las recomendaciones de la Comisión Europea

La Comisión Europea fue la primera en hacer propios los nuevos principios de las políticas retributivas, plasmándolos en una disposición específica, que es la Recomendación 2009/384/CE, de 30 de abril de 2009, sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros⁽³⁾.

Del contenido de la citada Recomendación deben destacarse varias ideas.

La primera de ellas es que a través de esta Recomendación la Comisión europea manifiesta su decidida voluntad de incorporar los nuevos principios retributivos al Derecho comunitario, iniciando un proceso normativo de calado. El considerando (8) de la Recomendación es claro al afirmar expresamente que «*la presente Recomendación establece un conjunto de principios generales para la política de remuneración del sector de los servicios financieros*».

En segundo lugar, debe destacarse el ámbito subjetivo al que se dirige la Recomendación, que es considerablemente amplio. Los contenidos de la Recomendación

(3) Publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea de 15 de mayo de 2009, L 120/22.

tienen como destinatarios a las «entidades financieras», concepto que aparece definido en el artículo 2.1 de la Recomendación y que incluye, sin ánimo de exhaustividad, a *«las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros y reaseguros, los fondos de pensión y los organismos de inversión colectiva»*.

Por tanto, la Comisión es partidaria de que los principios plasmados en su Recomendación se dirijan a la práctica totalidad de las entidades que operan en los mercados bancarios, de servicios de inversión y de seguros.

Finalmente, la Disposición final 1.3 de la Recomendación *«(...) invita a los Estados miembros a que adopten, no después del 31 de diciembre de 2009, las medidas necesarias para impulsar la aplicación de la presente Recomendación y a que notifiquen las medidas adoptadas de conformidad con esta para que la Comisión pueda seguir de cerca la situación y evaluar sobre esta base la necesidad o no de adoptar nuevas disposiciones»*.

Esta invitación fue atendida por el Banco de España, que se mostró especialmente activo durante el segundo semestre de 2009 en el impulso de la adaptación a las nuevas políticas retributivas de las entidades sometidas a su supervisión⁽⁴⁾.

En este sentido, con fecha 13 de julio de 2009, el Banco de España dirigió una carta a las entidades de crédito autorizadas en la que se recomendaba seguir los nuevos principios sobre las políticas de remuneración enunciados por el FSB. Concretamente, se solicitó de las entidades la realización de una «autoevaluación» de las políticas retributivas vigentes al objeto de determinar el grado de alineamiento de estas con los nuevos principios, y se sugirió adoptar e implementar los nuevos principios antes del 31 de diciembre de 2009.

Posteriormente, con fecha 18 de diciembre de 2009, se dirigió una segunda carta, ya con un tono más directo, en la que se esperaba de las entidades la adopción de los principios del FSB antes de final de año, utilizando, a tal efecto, los Estándares de Aplicación de los Principios del FSB, publicados el 25 de septiembre de 2009.

El propio Banco de España afirma en su Memoria de Supervisión del año 2009 que *«desde finales de 2009 se están destinando recursos para verificar, en las entidades más grandes del país, sus políticas retributivas y las modificaciones que se están introduciendo»*.

2. Segunda fase. Las normas de obligado cumplimiento aprobadas por la Directiva 2010/76/UE de 24 de noviembre de 2010

Siguiendo la línea marcada por las Recomendaciones emanadas de la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo han aprobado recientemente la Directiva 2010/76/UE de 24 de noviembre de 2010 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

⁽⁴⁾ Según se desprende de la Memoria de Supervisión del Banco de España correspondiente a 2009, epígrafe 2.4.1, “Política de remuneraciones de entidades de crédito”, páginas 44 y siguientes.

de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas de remuneración (en lo sucesivo Directiva CRD III o la Directiva)⁽⁵⁾.

Esta Directiva, conocida como CRD III, tiene como principal objetivo adaptar los requerimientos de capital regulatorio respecto de los activos mantenidos en cartera de negociación con fines de reventa a corto plazo y respecto de las titulizaciones complejas.

No obstante, a estos objetivos se añade uno más, que es el que aquí interesa, consistente en la incorporación de los nuevos principios de las políticas retributivas a un texto normativo de obligado cumplimiento a nivel comunitario cuyos destinatarios son tanto las entidades de crédito como las empresas de servicios de inversión.

Ha de advertirse que, aunque la Directiva CRD III está dirigida a las entidades de crédito en tanto en cuanto modifica la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, su contenido también afectará a las empresas de servicios de inversión, puesto que la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito se remite a la primera en todo lo que se refiera a la obligación de disponer de sistemas, estrategias, procedimientos y mecanismos para la gestión de los riesgos, ámbito en el que, como se verá más adelante, se incardina la regulación de los nuevos principios de las políticas de remuneración. Por tanto, aunque en las próximas líneas se efectúa una exposición en clave de entidades de crédito, ésta también ha de considerarse extensible a las empresas de servicios de inversión.

La Directiva CRD III incluye un conjunto de medidas que recogen nuevas e importantes obligaciones, configurándose de este modo un nuevo marco jurídico⁽⁶⁾ en materia de políticas retributivas cuyo plazo de incorporación a Derecho interno, según se desprende de su artículo 3.1.a), concluyó el pasado 1 de enero de 2011.

3. Contenido del nuevo marco jurídico obligatorio en materia de políticas retributivas para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión

3.1. Obligación genérica de disponer de políticas retributivas

La Directiva CRD III obliga a las autoridades supervisoras de los Estados miembros a exigir a las entidades supervisadas (recordemos, entidades de crédito y empre-

⁽⁵⁾ Publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea de 14 de diciembre de 2010 (L 329/19).

⁽⁶⁾ Para la interpretación de la Directiva y su implementación práctica el CEBS ha publicado un documento denominado “Guidelines on Remuneration Policies and Practices” con fecha 10 de diciembre de 2010, que sin duda complementa el nuevo marco jurídico aprobado por la Directiva CRD III.

sas de servicios de inversión) a disponer de políticas y prácticas de remuneración que sean compatibles con una gestión adecuada y eficaz del riesgo que promuevan⁽⁷⁾.

3.2. Nuevos principios obligatorios

La Directiva CRD III modifica la redacción de 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 en un doble sentido: por una parte, incorpora una nueva Sección 11 en el Anexo V en la que, bajo la rúbrica «Política de remuneración», se establecen una serie de importantes obligaciones en materia de principios a seguir en la aplicación de las políticas retributivas; por otra, modifica el Anexo XII en el sentido de incorporar nuevas obligaciones de transparencia y divulgación de información relativa a las políticas de remuneración aplicadas.

Ambas medidas integran lo que podría denominarse un «nuevo marco jurídico de las políticas retributivas» cuyo principal contenido se expone a continuación:

3.2.1. Ámbito de aplicación

Las nuevas obligaciones en materia de políticas retributivas afectarán, desde el punto de vista subjetivo, a las siguientes categorías de empleados de las entidades de crédito, consideradas a nivel de grupo, sociedad matriz y filial, incluidas las establecidas en centros financieros extraterritoriales:

- Altos directivos.
- Empleados que asumen riesgos.
- Empleados que ejerzan funciones de control.
- Todo trabajador que perciba una remuneración global que lo incluya en el mismo baremo que los altos directivos y los empleados que asumen riesgos y cuyas actividades profesionales incidan de manera importante en el perfil de riesgo de las entidades.

Desde el punto de vista objetivo, las retribuciones que deberán respetar los nuevos principios son, en sentido amplio, los salarios y los beneficios discrecionales de pensión. En relación con el concepto de «beneficios discrecionales de pensión», la Directiva los define como aquellos «*beneficios superiores de pensión concedidos sobre una base discrecional por una entidad de crédito a un empleado como parte del paquete de remuneración variable de dicho empleado que no incluyen beneficios devengados concedidos a un empleado de conformidad con el sistema de pensiones de la empresa*».

En la aplicación de los nuevos principios, la Directiva matiza que el mayor o menor grado de seguimiento de los nuevos principios debe ponderarse por cada enti-

⁽⁷⁾ Artículo 22.1 *in fine* de la Directiva 2006/48/CE.

dad atendiendo a su tamaño, organización interna y naturaleza, así como el alcance y complejidad de sus actividades.

3.2.2. Principios generales

a) Alineación con los riesgos y con la estrategia empresarial de las entidades ⁽⁸⁾

La política de remuneración deberá ser compatible con una gestión adecuada y eficaz del riesgo, promoverá este tipo de gestión y no ofrecerá incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad de crédito.

La necesidad de alinear la política de retribución con el riesgo empresarial se explica claramente en el documento elaborado por el FSB, al indicarse que la política retributiva de las entidades debe orientarse hacia una gestión sana y eficaz del riesgo tolerable por éstas en sus múltiples manifestaciones, actuales y potenciales, especialmente en los casos en que dichos riesgos sean difíciles de medir, como sucede con el riesgo de liquidez, el riesgo reputacional, el coste de capital necesario para respaldar los riesgos asumidos, etc.

La preocupación por la necesidad de que la retribución esté alineada a lo largo del tiempo con la asunción de riesgos se ilustra con claridad en el siguiente ejemplo que incluye el documento elaborado por el FSB y que compara las retribuciones de dos empleados con distintas funciones pero que pueden comprometer los riesgos a corto y a largo plazo de la entidad:

«(...) Supongamos el caso de dos empleados cuya actividad genera el mismo beneficio a corto plazo para la entidad. Uno es un operador que acaba el día sin posiciones, por lo que sólo expone a la entidad a sufrir pérdidas durante el día de negociación. Otro origina activos de balance a largo plazo, que proporcionan importantes comisiones al inicio de la operación, pero que exponen a la entidad a elevados riesgos de pérdidas a lo largo de la vida del activo. En igualdad de condiciones, muchos sistemas de remuneración tenderían a recompensar a los dos empleados de forma similar, debido a que no se aplicaría ningún “ajuste por riesgo” a los beneficios a corto plazo generados por el segundo empleado».

Asimismo, la política de remuneración deberá ser compatible con la estrategia empresarial, los objetivos, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad de crédito e incluirá medidas para evitar los conflictos de intereses. En suma, se pretende dejar de premiar la generación de beneficios a corto plazo y premiar el desempeño que se asocie con la estrategia empresarial, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad.

Como se expondrá más adelante, la concreción de este principio lleva al FSB a que se proponga, como regla general, que una parte significativa de la retribución

⁽⁸⁾ Letras a) y b) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

variable (al menos un 50%) se haga efectiva mediante la entrega de acciones o instrumentos vinculados a acciones de la empresa. Se pretende una adecuada alineación del desempeño del directivo con la creación de valor para la empresa y el accionista, para lo cual resultan idóneos los instrumentos basados en la evolución del valor de la empresa (*stock options* e instrumentos similares como los *stock appreciation rights*, etc).

b) Ajuste en función de los riesgos⁽⁹⁾

En línea con lo anterior, y si bien en referencia a la retribución variable, la Directiva exige que, al evaluar los resultados con vistas a calcular los componentes variables de la remuneración o los fondos para pagar estos componentes, se realice un ajuste por todos los tipos de riesgos actuales y futuros, debiéndose tener en cuenta el coste del capital y la liquidez necesaria.

La política retributiva debe diseñarse de tal forma que pueda adaptarse a los cambios de la entidad y a las vicisitudes que vayan afectando al negocio en términos de gestión de los riesgos existentes en cada momento.

En particular, el documento elaborado por el FSB indica que las retribuciones de los directivos, especialmente las de carácter variable, deben definirse en función de la actuación del directivo durante un período de tiempo largo, de tal forma que la retribución pueda ajustarse durante dicho periodo en función de los riesgos en que la entidad incurra en cada momento y que sean imputables a las decisiones tomadas por la alta dirección, y considerando también los resultados prósperos o adversos generados por la empresa en relación con los riesgos asumidos.

Así, se propone que el pago de un variable se ajuste al horizonte temporal en que se generen los resultados. No puede existir un variable que premie los beneficios a corto plazo si ello implica la asunción de riesgos que se materializarán a largo plazo con un posible impacto negativo en los resultados. En este sentido, no debería percibirse un bonus inicialmente devengado si, posteriormente, los riesgos a que ha quedado expuesta la entidad a largo plazo han determinado la generación de resultados adversos.

3.2.3. Nuevas exigencias aplicables a las retribuciones variables

a) Parámetros de medición cuando la retribución variable se vincule a los resultados

La letra g) del apartado 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE establece que en estos casos el importe de la retribución variable total se basará en una evaluación en la que se combinen los siguientes parámetros:

⁽⁹⁾ Letra n) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

- Los resultados del individuo.
- Los resultados de la unidad de negocio afectada.
- Los resultados globales de la entidad de crédito.

En particular, al evaluarse los resultados individuales se tendrán en cuenta criterios tanto financieros como no financieros. A este respecto, el documento elaborado por el FSB propone que la ponderación de los resultados «no financieros» del individuo (generación de confianza en la clientela, etc.) debería ser mayor que la ponderación de los resultados financieros del individuo.

b) Alineación con el largo plazo y abono fraccionado en el tiempo⁽¹⁰⁾

La evaluación de los resultados se inscribirá en un marco plurianual para poder garantizar que el proceso de evaluación se basa en los resultados a largo plazo y que el pago efectivo de los componentes de la remuneración basados en los resultados se escalona a lo largo de un período que tenga en cuenta el ciclo económico subyacente de la entidad de crédito y sus riesgos empresariales.

Bajo este principio, el largo plazo se hace presente tanto en lo relativo al período de generación de la retribución variable vinculada a los resultados como en el período durante el cual se percibirá esta, que deberá alinearse con el ciclo económico de la entidad y sus riesgos.

c) Supeditación al mantenimiento de una base sólida de capital⁽¹¹⁾

Al objeto de garantizar que las entidades mantengan una base de capital sólida, la Directiva dispone que se podrán establecer limitaciones a la retribución variable cuando esta se vincule a los resultados y se cuantifique como un porcentaje sobre los resultados netos.

d) Golden handshakes⁽¹²⁾

Las retribuciones variables garantizadas que se vinculen a nuevas contrataciones tendrán carácter excepcional y sólo se limitarán al primer año.

El objetivo perseguido con este principio se explica con claridad por el documento elaborado por el FSB, en el que se indica que cuando las retribuciones variables consisten en el pago, por parte de la empresa de acogida, del bonus devengado pero no percibido en la empresa de salida, dicho pago elimina la exposición del empleado a los riesgos asumidos en la entidad de salida, lo cual choca con los nuevos principios. Para

⁽¹⁰⁾ Letra h) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

⁽¹¹⁾ Nueva letra f) del párrafo segundo del artículo 136.1 de la Directiva 2006/48/CE y letra i) del apartado 11 del Anexo V.

⁽¹²⁾ Letra j) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

este tipo de retribuciones el FSB recomienda su erradicación de las políticas retributivas o su limitación al primer año desde la contratación en la empresa de acogida, opción que parece finalmente ser la adoptada por la Directiva.

e) Proporcionalidad y recuperabilidad⁽¹³⁾

La Directiva CRD III aboga por un adecuado equilibrio entre los componentes fijos y los componentes variables de la retribución total, exigiendo a las entidades que a la hora de establecer los ratios apropiados entre los componentes fijos y los variables de la remuneración total, el componente fijo represente una parte suficientemente elevada de la remuneración total, de modo que la política sobre los componentes variables de la remuneración pueda ser plenamente flexible, a tal punto que sea posible no pagar estos componentes.

La Directiva parece así exigir que la retribución variable se cifre en una cuantía que resulte «proporcionada» respecto del importe de la retribución fija. Esta regla, salvo excepciones que puedan venir motivadas por el tipo de negocio a que se dedique la entidad o la concreta función desempeñada por el directivo, se suele aplicar en la mayoría de los casos.

Como complemento de lo marcado por la Directiva, quizás sea interesante advertir que la interpretación del principio de proporcionalidad en el documento elaborado por el FSB no se centra única y exclusivamente respecto del «importe» a que ascienda la retribución fija, sino también respecto del horizonte temporal al que se supedita la generación de resultados y la asunción de riesgos. A tal efecto, se propone que entre un 40% y un 60% de la retribución variable sea a largo plazo y, en el caso de los muy altos directivos, se propone que el variable a largo plazo alcance más de un 60% del total variable.

Como derivación de este principio, el documento elaborado por el FSB alude también a la necesidad de limitar la cuantía de las retribuciones variables en un «tope» en lugar de situarse en una banda de mínimos y máximos donde quepa la discrecionalidad de la entidad a la hora de fijar la cuantía de la retribución variable.

f) Golden parachutes⁽¹⁴⁾

Bajo esta expresión se suelen identificar los acuerdos contractuales que garantizan al empleado el abono de importantes retribuciones ante una eventual terminación de su relación con la entidad, normalmente como consecuencia de procesos de reestructuración que determinen cambios en la propiedad de la entidad.

Al objeto de impedir que este tipo de retribuciones, lejos de ser un mecanismo de retención del talento, se conviertan en una recompensa por un mal desempeño del directivo que haya puesto en situación de riesgo a la entidad, la Directiva obliga a que

(13) Letra l) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

(14) Letra m) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

este tipo de retribuciones por rescisión anticipada *«se basen en los resultados obtenidos en el transcurso del tiempo y se establezcan de forma que no recompensen los malos resultados»*.

Con la regulación de este principio, la Directiva sigue la propuesta del documento del FSB en el sentido de que estos blindajes salariales por terminación de los contratos no determinen una actitud del directivo «insensible» ante los riesgos, que pueda llevar a éste a un desempeño que genere riesgos por encima de los umbrales tolerables por la entidad y sus accionistas. Concretamente, el documento del FSB propone mantener este tipo de retribuciones *«(...) si existe una base clara para determinar que se adecuan a la creación de valor a largo plazo y a la prudencia en la asunción de riesgos»*, a la vez que sugiere que en el futuro deban *«(...) vincularse a los resultados alcanzados en el tiempo y estar diseñados de manera que no recompensen los fallos»*.

3.2.4. Estructura de la retribución variable. Diferimiento en el pago y mecanismos de retención y recuperabilidad⁽¹⁵⁾

Al menos el 50% de la retribución variable deberá consistir en un equilibrio adecuado entre los siguientes instrumentos:

Acciones o intereses de propiedad equivalentes, en función de la estructura jurídica de la entidad de que se trate, o instrumentos vinculados con las acciones u otros instrumentos no pecuniarios equivalentes, en el caso de una entidad de crédito que no cotice en Bolsa.

Cuando proceda, otros instrumentos en el sentido del artículo 66, apartado 1 bis, letra a), que reflejen de manera adecuada la calificación crediticia de la entidad de crédito en situación normal.

La entidad someterá estos instrumentos a una política de retención, concebida para que los incentivos estén en consonancia con los intereses a largo plazo de la entidad de crédito. Los Estados miembros o sus autoridades competentes podrán, si procede, imponer restricciones a los tipos y los diseños de esos instrumentos o prohibir determinados instrumentos.

Al menos el 40% de la retribución variable se diferirá durante un período de entre tres y cinco años, y se alineará correctamente con la naturaleza de los negocios, sus riesgos y las actividades del miembro del personal correspondiente. No se percibirá la remuneración pagadera en virtud de las disposiciones de aplazamiento más rápidamente que de manera proporcional. Si un elemento de remuneración variable es de cuantía especialmente elevada, se diferirá como mínimo el 60%. La duración del período de aplazamiento se determinará teniendo en cuenta el ciclo económico, la naturaleza del negocio, sus riesgos y las actividades del miembro del personal de que se trate.

Este planteamiento hace propias algunas de las sugerencias del documento elaborado por el FSB, que proponía que entre un 40% y un 60% de la retribución variable se

⁽¹⁵⁾ Letras k), o), p) y q) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

abonase aplicando un aplazamiento de entre 3 y 5 años y que al menos el 50% de la retribución variable se abonase en forma de acciones o de instrumentos vinculados a acciones que tuvieran carácter recuperable.

Nada establece la Directiva en lo que afecta a la parte de la retribución variable que no se abone en la forma indicada. El documento elaborado por el FSB considera que esta podrá materializarse en pagos en efectivo, si bien dichos pagos deberán materializarse «de forma gradual» y, en todo caso, con sometimiento a cláusulas de recuperabilidad (*claw back clauses*).

Por último, La Directiva establece criterios de retención y recuperación, de modo que la remuneración variable, incluida la parte diferida, se pagará o percibirá únicamente si resulta sostenible de acuerdo con la situación de la entidad de crédito en su conjunto, y si se justifica en función de los resultados de dicha entidad, de la unidad de negocio y de la persona de que se trate. En particular, se establece que la remuneración variable total se contraerá generalmente de forma considerable cuando la entidad de crédito obtenga unos resultados financieros poco brillantes o negativos, teniendo en cuenta tanto la remuneración actual como las reducciones en los pagos de cantidades previamente devengadas. La contracción del variable se realizará a través de cláusulas de reducción de la remuneración (*bonus-malus clauses*) o de recuperación de las remuneraciones ya satisfechas (*claw back clauses*).

En esta misma línea, la letra k) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE contempla reglas especiales relativas al pago de las retribuciones variables en el caso de las entidades de crédito que se beneficien de una «intervención pública excepcional»:

La remuneración variable se limitará estrictamente a un porcentaje de los ingresos netos cuando sea incompatible con el mantenimiento de un capital de base sólido y con una renuncia oportuna al apoyo público.

Las autoridades competentes pertinentes exigirán a las entidades de crédito que reestructuren los incentivos de modo que estén en consonancia con una adecuada gestión del riesgo y un crecimiento a largo plazo, incluido entre otros, y, si procede, el establecimiento de límites a la remuneración de las personas que efectivamente dirigen la actividad de la entidad de crédito a tenor del artículo 11, apartado 1⁽¹⁶⁾.

Las personas que efectivamente dirigen la actividad de la entidad de crédito a tenor del artículo 11, apartado 1, no recibirán ninguna remuneración variable, a menos que se justifique.

3.2.5. Beneficios discrecionales de pensión⁽¹⁷⁾

En relación con los beneficios discrecionales de pensión, la Directiva establece dos criterios:

⁽¹⁶⁾ Dicho artículo dispone que “El Comité de Supervisores Bancarios Europeos garantizará que existan directrices para la evaluación de la idoneidad de las personas que efectivamente dirigen la actividad de la entidad de crédito”.

⁽¹⁷⁾ Letra r) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

Si el empleado abandona la entidad de crédito antes de su jubilación, la entidad de crédito tendrá en su poder los beneficios discrecionales de pensión por un período de cinco años en forma de instrumentos como los mencionados en la letra o), es decir, acciones o instrumentos de propiedad equivalentes.

Si un empleado alcanza la edad de jubilación, se le abonarán los beneficios discrecionales de pensión en forma de instrumentos como los mencionados en la letra o), sujetos a un período de retención de cinco años.

3.2.6. Gobernanza efectiva de las nuevas políticas retributivas

Uno de los grandes ejes sobre los que el FSB, CEBS y el G-20 proponen que gire el nuevo sistema de políticas retributivas es el reforzamiento de las funciones de vigilancia y control de los consejos de administración.

En virtud del principio de gobernanza efectiva las entidades, a través de sus consejos de administración, deberían supervisar internamente que el diseño e implementación de las políticas retributivas responda a los nuevos principios. De este modo se contribuirá eficazmente al control de los riesgos.

A tal objeto, el FSB, el CEBS y el G-20 proponen una triple línea de actuación: en primer lugar, se propone que las competencias relativas al diseño, ejecución y supervisión interna de las políticas retributivas se atribuya al consejo de administración o a un comité de remuneraciones *ad hoc* que esté integrado por consejeros ejecutivos independientes; en segundo lugar, que se establezcan controles internos periódicos sobre la efectiva ejecución de las políticas retributivas por parte de órganos centralizados independientes; en tercer y último lugar, que el personal que participa en el control financiero y de riesgos sea independiente, tenga la autoridad apropiada y reciba una remuneración que no dependa de las unidades de negocio que controle, y que sea acorde con la función clave que desempeña en la entidad.

La Directiva CRD III sigue estas propuestas, y establece lo siguiente en las letras d) a f) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE:

- «c) el órgano de dirección, en su función supervisora, de la entidad de crédito adoptará y revisará periódicamente los principios generales de la política de remuneración, los fijará y será también responsable de su aplicación;*
- d) al menos una vez al año se hará una evaluación interna central e independiente de la aplicación de la política de remuneración, al objeto de verificar si se cumplen las pautas y los procedimientos de remuneración adoptados por el órgano de dirección en su función supervisora;*
- e) el personal que ejerza funciones de control será independiente de las unidades de negocio que supervise, contará con la autoridad necesaria y será remunerado en función de la consecución de los objetivos relacionados con sus funciones, con independencia de los resultados de las áreas de negocio que controle;*

- f) *la remuneración de los altos directivos encargados de la gestión de riesgos y con funciones de cumplimiento será supervisada directamente por el comité de remuneración a que se refiere el punto 24 o, de no haberse creado dicho comité, por el órgano de dirección en su función supervisora;»*

3.2.7. Comité de remuneraciones

Como complemento a las responsabilidades en materia de supervisión, diseño, vigilancia y aplicación de las políticas retributivas atribuidas al órgano de administración, la Directiva dispone que las entidades de crédito que sean importantes debido a su tamaño, su organización interna o la naturaleza, el alcance o la complejidad de sus actividades establecerán un comité de remuneraciones.

El comité de remuneraciones tendrá una composición que le permita ejercer un juicio competente e independiente de las políticas y prácticas de remuneración y de los incentivos creados para gestionar el riesgo, el capital y la liquidez.

Entre las funciones del comité de remuneraciones, se especifica que este se encargará de la preparación de las decisiones relativas a las remuneraciones, incluidas las que tengan repercusiones para el riesgo y la gestión de riesgos de la entidad de crédito de que se trate y que deberá adoptar el órgano de dirección en su función supervisora.

En cuanto a su composición, el Presidente y los miembros del comité de remuneraciones serán miembros del órgano de dirección que no desempeñen funciones ejecutivas en la entidad de crédito de que se trate. Al preparar las decisiones, el comité de remuneraciones tendrá en cuenta los intereses a largo plazo de los accionistas, los inversores y otras partes interesadas en la entidad de crédito.

3.2.8. Cláusulas antiabuso⁽¹⁸⁾

La Directiva recoge dos cláusulas que tratan de impedir determinadas prácticas tendentes a eludir los mandatos de la Directiva.

En primer lugar, establece la obligación de que las entidades de crédito exijan a su personal que se comprometa a no utilizar estrategias personales de cobertura o seguros relacionados con la remuneración y la responsabilidad que menoscaben los efectos de la alineación con el riesgo incluidos en sus sistemas de remuneración.

En segundo lugar, la remuneración variable no se abonará mediante instrumentos o métodos que permitan evadir los requisitos que establece la Directiva.

3.2.9. Obligaciones de transparencia relativas a las nuevas políticas retributivas

Por último, la Directiva obliga a las entidades a divulgar al mercado una información clara, completa y puntual sobre sus prácticas en materia de remuneración para facilitar la participación constructiva de todos los interesados.

⁽¹⁸⁾ Letras s) y t) de la Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE.

Esta obligación se justifica en el documento elaborado por el FSB en la necesidad de satisfacer los intereses del mercado, puesto que «(...) *unas prácticas de divulgación adecuadas en relación con la gestión de riesgos y otros sistemas de control permitirán a las contrapartes de la entidad tomar decisiones informadas sobre sus relaciones de negocio con ésta (...)*», y de los propios organismos supervisores, dado que éstos «(...) *tendrán acceso a toda la información que necesiten para evaluar si las prácticas se ajustan a los principios*».

Las obligaciones establecidas por la Directiva en materia de transparencia de las políticas retributivas, recogidas en un nuevo punto 15 de la parte 2 del Anexo XII de 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, son muy rigurosas aunque únicamente afectan a la información de las categorías de personal que «*incidan de manera importante en su perfil de riesgo*».

Así, se establece la obligación de facilitar al público, y de actualizar periódicamente, al menos una vez al año, la siguiente información sobre la política y las prácticas de remuneración:

- a) información sobre el proceso decisorio seguido para establecer la política de remuneración, aportando, en su caso, información sobre la composición y el mandato de un comité de remuneración, el consultor externo a cuyos servicios se haya recurrido para establecer dicha política, y el papel desempeñado por los interesados;
- b) información sobre la conexión entre la remuneración y los resultados;
- c) las características más importantes de la concepción del sistema de remuneración, especificando la información sobre los criterios aplicados en la evaluación de los resultados y su ajuste en función del riesgo, la política de aplazamiento y los criterios de adquisición;
- d) información sobre los criterios en materia de resultados en que se basa el derecho a acciones, opciones o a los componentes variables de la remuneración;
- e) los principales parámetros y la motivación de los posibles planes de remuneración variable y otras ventajas no pecuniarias;
- f) información cuantitativa agregada sobre las remuneraciones, desglosada por ámbito de actividad;
- g) información cuantitativa agregada sobre remuneraciones, desglosada por altos directivos y empleados cuya actividad incida de manera importante en el perfil de riesgo de la entidad de crédito, con indicación de:
 - (i) las cuantías de la remuneración para el ejercicio financiero, divididas en remuneración fija y variable, y el número de beneficiarios,
 - (ii) las cuantías y la forma de la remuneración variable, divididas en prestaciones pecuniarias, acciones, instrumentos vinculados a las acciones y de otro tipo,

- (iii) los importes de las remuneraciones diferidas pendientes de pago, desglosados por partes atribuidas y no atribuidas,
- (iv) las cuantías de la remuneración diferida concedida durante el ejercicio financiero, pagadas y reducidas mediante ajustes por resultados,
- (v) los pagos por nueva contratación e indemnizaciones por despido efectuados durante el ejercicio financiero, y el número de beneficiarios de dichos pagos, y
- (vi) las cuantías de las indemnizaciones por despido concedidas durante el ejercicio financiero, el número de beneficiarios y el importe máximo de este tipo de pagos abonado a una sola persona.

En el caso de las entidades de crédito que sean importantes por su tamaño, organización interna y el carácter, el alcance y la complejidad de sus actividades, la información cuantitativa a que se refiere el presente punto también se pondrá a disposición del público en lo que atañe a las personas que efectivamente dirigen la actividad de la entidad de crédito a tenor del artículo 11, apartado 1.

Las entidades de crédito deberán cumplir los requisitos establecidos en el presente punto de una manera que sea apropiada a su tamaño, su organización interna y a la naturaleza, el alcance y la complejidad de sus actividades, y sin perjuicio de la Directiva 95/46/CE.

3.2.10. Plazo de trasposición de la Directiva y efecto retroactivo de los nuevos principios

Según dispone la letra a) del apartado 1 del artículo 3 de la Directiva CRD III, los nuevos principios de las políticas retributivas que se acaban de exponer en los párrafos anteriores (esto es, los contenidos en la nueva Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE —Política de remuneración— y en el Anexo XII —nuevas obligaciones en materia de transparencia—) deberán incorporarse a los derechos internos de los Estados miembros no más tarde del 1 de enero de 2011 mediante la aprobación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que resulten necesarias.

En relación con la trasposición de las disposiciones del punto 1 del Anexo, es decir, la nueva Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE —Política de remuneración—, el apartado 2 del artículo 3 establece que las normas que se aprueben por los Estados miembros deberán exigir que las entidades de crédito apliquen los principios a los siguientes supuestos:

A la remuneración debida en función de contratos celebrados antes de la fecha efectiva de aplicación en cada Estado miembro y concedida o abonada después de dicha fecha. Es decir, a las retribuciones acordadas antes de la entrada en vigor de la normativa interna de cada Estado miembro que se concedan o abonen con posterioridad.

Respecto de los servicios prestados en 2010, a la remuneración concedida, y todavía no abonada, antes de la fecha de aplicación efectiva en cada Estado miembro.

3.2.11. Revisión de la aplicación de la Directiva

La propia Directiva regula mecanismos en cuya virtud se revisará en el futuro la efectiva aplicación de los nuevos principios en los Estados miembros. Así, se incluye una mención específica en el artículo 156.3 de la Directiva 2006/48/CE a cuyo tenor:

«A más tardar el 1 de abril de 2013, la Comisión revisará y notificará las disposiciones relativas a la remuneración, incluidas las establecidas en los anexos V y XII, prestando especial atención a su eficacia, aplicación y respeto, y teniendo en cuenta la evolución de la situación internacional. Dicha revisión identificará las lagunas derivadas de la aplicación del principio de proporcionalidad a dichas disposiciones. La Comisión remitirá este informe al Parlamento Europeo y al Consejo, junto con las propuestas adecuadas».

V. LA INCORPORACIÓN AL DERECHO ESPAÑOL DE LOS NUEVOS PRINCIPIOS DE LAS POLÍTICAS RETRIBUTIVAS CONTENIDOS EN LA DIRECTIVA 2010/76/UE. LA LEY 2/2011, DE 4 DE MARZO, DE ECONOMÍA SOSTENIBLE Y OTRAS DISPOSICIONES POSTERIORES

Tras un larguísimo proceso de catorce meses, el 5 de marzo de 2011 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (en lo sucesivo, LES).

Dicha Ley, tal y como reza su Exposición de Motivos, persigue como principal objetivo consolidar la recuperación ante la crisis económica y asegurar un crecimiento económico más sostenible, para lo cual lleva a cabo importantes reformas legislativas encaminadas a mejorar los principios resultantes de la actuación de los poderes públicos, la competitividad, la innovación y formación profesional, la sostenibilidad medioambiental y el apoyo a nuevos sectores económicos.

Entre las medidas adoptadas que se orientan al funcionamiento del sector público se incluyen importantes modificaciones de las leyes que regulan el funcionamiento de los mercados financieros y de las entidades que operan en ellos.

Concretamente, en lo que aquí interesa, son objeto de importantes modificaciones, entre otras, las leyes que regulan la solvencia y la disciplina de las entidades de crédito y la normativa del mercado de valores.

Dichas modificaciones pueden catalogarse como una trasposición «parcial» de los mandatos de la Directiva CRD III, ya que no se ha producido una trasposición expresa de la totalidad de los contenidos en la nueva Sección 11 del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE —Política de remuneración— en normas con rango de Ley. Probablemente dicha trasposición venga de la mano de normas reglamentarias emanadas del Banco de España o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En cumplimiento de los mandatos de la Directiva, las principales modificaciones en Derecho interno afectan a las entidades de crédito y a las sociedades anónimas cotizadas, así como a las empresas de servicios de inversión, y son las que se exponen a continuación:

1. Entidades de crédito

1.1. Obligación de disponer de políticas y prácticas retributivas

Al objeto de mejorar la transparencia y el gobierno corporativo de las entidades de crédito, así como la gestión del riesgo en relación con las remuneraciones de los ejecutivos, y siguiendo la línea de las propuestas del FSB, el CEBS y el G-20 en materia de nuevos principios de las políticas retributivas de las entidades de crédito, la LES ha modificado la redacción del apartado 1 bis del artículo 31 bis de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito para obligar a que las entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito dispongan, en condiciones proporcionadas a su carácter, escala y complejidad de las actividades, de políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva.

1.2. Mayores exigencias de publicación de información de relevancia prudencial

Se modifica la redacción del apartado 1 del artículo 10 ter de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, para establecer la obligación de incluir nueva información en el documento denominado «Información de Relevancia Prudencial» que anualmente vienen obligados a publicar los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en un grupo consolidable.

Según la nueva redacción otorgada al precepto, deberá publicarse, en dicho documento, la siguiente información relativa a las prácticas y políticas de remuneración de las entidades de crédito para aquellas categorías de empleados cuyas actividades profesionales puedan tener impacto en sus perfiles de riesgo:

- Información sobre el proceso de decisión utilizado para determinar la política de remuneración.
- Información sobre las características fundamentales del sistema de remuneración, en especial los sistemas que incorporen instrumentos de remuneración de carácter variable o prevean la entrega de acciones o derechos sobre ellas.
- Información respecto a la relación entre remuneración, funciones desempeñadas, desempeño y los riesgos de la entidad.

1.3. Nuevas facultades de supervisión en materia de políticas retributivas

Se atribuye al Banco de España una nueva función, en su condición de autoridad supervisora, consistente en la revisión de las políticas y prácticas de retribución esta-

blecidas en el apartado 1 bis del artículo 31 bis de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito⁽¹⁹⁾.

Asimismo, se modifica el apartado 3 del artículo 11 de la citada Ley para conceder al Banco de España nuevas facultades de supervisión en aquellos casos en los que la entidad de crédito no cumpla con las exigencias legales en materia de recursos propios mínimos o de ordenación y disciplina que determinen requerimientos mínimos de recursos propios o de estructura organizativa o de control interno adecuados. En estos casos, el Banco de España podrá requerir, de las entidades de crédito, que se limiten las remuneraciones variables cuando sean incoherentes con el mantenimiento de una base sólida de capital.

1.4. Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros

En el caso particular de las sociedades anónimas cotizadas (Bancos) se adoptan determinadas medidas que ya se encontraban incluidas en la Recomendación de la Comisión Europea de 30 de abril de 2009 que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa, y se elevan a la categoría de norma de obligado cumplimiento las que hasta ahora eran determinadas recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno⁽²⁰⁾.

En este sentido, se añade al Título IV de la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores, un nuevo Capítulo VI, bajo la rúbrica «Del informe anual de gobierno corporativo», cuyo artículo 61 ter obliga al Consejo de Administración a elaborar, junto con el Informe Anual de Gobierno Corporativo, un Informe Anual sobre las Remuneraciones de los Consejeros. Dicho informe deberá incluir información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo de Administración para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros.

El informe incluirá también un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada consejero. Asimismo, el informe se difundirá y someterá a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, a la Junta General Ordinaria de Accionistas.

Idénticas obligaciones se establecen para las Cajas de Ahorros (apartados 3 y 5 del artículo 61 ter), quienes deberán elaborar un Informe Anual sobre las Remuneraciones de los Miembros del Consejo de Administración y de la Comisión de Control, que incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remunera-

⁽¹⁹⁾ Según se desprende de la nueva redacción otorgada a la letra a) del apartado 1 del artículo 10 bis de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

⁽²⁰⁾ Recomendaciones núm. 35 sobre el contenido de las políticas retributivas, núm. 40 sobre la votación consultiva por la junta general del informe sobre retribuciones de los consejeros y núm. 41 sobre la difusión de las remuneraciones individuales de los consejeros.

raciones de la entidad aprobada por el Consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros. Incluirá también un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros y miembros de la Comisión de Control.

Todas estas medidas normativas ya se marcaban como objetivo a seguir en 2010 en la tramitación del Proyecto de Ley de Economía Sostenible, tal y como expone el Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación correspondiente a 2009⁽²¹⁾.

Por último, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, a la CNMV, para determinar el contenido y estructura del informe sobre remuneraciones que podrá contener información, entre otras cuestiones, sobre el importe de los componentes fijos, los conceptos retributivos de carácter variable y los criterios de rendimiento escogidos para su diseño, así como el papel desempeñado, en su caso, por la Comisión de Retribuciones.

En paralelo a las medidas aprobadas a nivel legislativo, debe destacarse que el Banco de España ya viene trasladando a las entidades supervisadas sus planteamientos en relación con la estructura que debería tener la retribución variable, en la línea de lo marcado por la Directiva y la Guía de implementación elaborada por el CEBS.

Aunque no se ha hecho público documento oficial alguno, la prensa económica⁽²²⁾ ya ha esbozado los planteamientos del regulador en esta materia, que pasan por las siguientes directrices:

- La retribución variable se deberá fraccionar en dos mitades.
- La primera mitad se percibirá en el primer año a contar desde la fecha en que la retribución sea exigible (año X+1). De dicho importe, el 50% se percibirá en efectivo, y el otro 50% mediante instrumentos basados en acciones.
- La segunda mitad se percibirá de forma fraccionada en tres años (años X+2, X+3 y X+4), de tal forma que las percepciones de cada uno de esos tres años se realizarán también por partes iguales, un 50% en efectivo y otro 50% en instrumentos basados en acciones.
- Las percepciones diferidas quedarán sujetas a cláusulas de retención.

2. Empresas de Servicios de Inversión

En paralelo a alguna de las medidas aprobadas para las entidades de crédito, la LES otorga nueva redacción al artículo 70 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para exigir a los grupos consolidables de empresas de servicios

(21) Páginas 60 a 63.

(22) Diario *Expansión* del 4 de marzo de 2011, página 13.

de inversión y para las empresas de servicios de inversión no integradas en uno de estos grupos consolidables la divulgación, dentro del documento que anualmente vienen obligadas a publicar bajo el nombre «Información de Solvencia», de la siguiente información relativa a las prácticas y políticas de remuneración de los empleados cuyas actividades profesionales puedan incidir en sus perfiles de riesgo:

- Información sobre el proceso de decisión utilizado para determinar la política de remuneración.
- Información sobre las características fundamentales del sistema de remuneración, en especial los que tengan carácter variable o prevean la entrega de acciones o derechos sobre ellas.
- Información de la relación entre remuneración, funciones desempeñadas, su desempeño y los riesgos de la entidad.

Asimismo, la Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el 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 ha

Dicho Proyecto de Ley tendría previsto continuar completado, en el ámbito de las empresas de servicios de inversión, la trasposición al Derecho interno de los nuevos principios de las políticas retributivas iniciada por la LES.

Concretamente, se ha modificado el artículo 70 bis y se ha incorporado nuevo texto al artículo 87, ambos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el sentido de atribuir las siguientes nuevas funciones supervisoras a la Comisión Nacional del Mercado de Valores al objeto de dar cumplimiento a la normativa sobre políticas y prácticas de remuneración que se establezcan por vía reglamentaria:

- Exigir a las empresas de servicios de inversión que dispongan de políticas y prácticas remunerativas que sean compatibles con una gestión adecuada y eficaz del riesgo y la promuevan y que limiten las remuneraciones variables cuando sean incoherentes con el mantenimiento de una base sólida de capital.
- Exigir a las empresas de servicios de inversión y sus grupos que limiten la remuneración variable en forma de porcentaje de los ingresos netos totales cuando ello no sea compatible con el mantenimiento de una base de capital sólida.
- Exigir a las empresas de servicios de inversión y sus grupos que utilicen beneficios netos para reforzar su base de capital.
- Comparar las tendencias y prácticas en materia de remuneración sobre la base de información recopilada y suministrar sus conclusiones a la Autoridad Europea de Valores y Mercados. En este contexto, se indica que la informa-

ción a recopilar será la correspondiente a empleados con remuneraciones de al menos un millón de euros, afectando esta a los principales componentes del sueldo, los incentivos, las primas a largo plazo y la contribución a la pensión.

3. Requisitos de las políticas retributivas y diseño de esquemas de remuneración

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 y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito es la última disposición normativa que, a la fecha de redacción de la presente Crónica, ha avanzado en el proceso de incorporación a Derecho interno de las nuevas políticas retributivas mediante el desarrollo reglamentario de las previsiones contenidas tanto en la LES como en la posterior Ley 6/2011

Este Real Decreto incorpora a Derecho interno —casi literalmente— las previsiones contenidas en la Sección 11 «Política de remuneración» del Anexo V de 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. A tal efecto, el Real Decreto 771/2011 establece, tanto para las entidades de crédito como para las empresas de servicios de inversión, los requisitos que han de cumplir las políticas de remuneraciones y las reglas que habrán de seguirse en el diseño de los esquemas de remuneración⁽²³⁾.

En el caso de las entidades de crédito, se introduce un nuevo Capítulo XIII en el Título I del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, bajo la rúbrica “Política de remuneración de las entidades de crédito”. Para las empresas de servicios de inversión se hace lo propio mediante la inclusión de un nuevo Capítulo VIII en el Título II, con el título “Política de remuneración de las empresas de servicios de inversión”.

De la lectura conjunta de ambos capítulos, los **requisitos** que deberán seguirse a la hora de fijar y aplicar las políticas de remuneraciones son los siguientes:

- a) Deberá presentarse, bien al Banco de España o a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según corresponda, una lista que recoja las categorías de empleados cuyas actividades profesionales inciden de manera significativa en el perfil de riesgo de las entidades.
- b) La política de remuneración será compatible con una gestión adecuada y eficaz del riesgo, promoverá este tipo de gestión y no ofrecerá incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad.
- c) La política de remuneración será compatible con la estrategia empresarial, los objetivos, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad e incluirá medidas para evitar los conflictos de intereses.

(23) La entrada en vigor del RD 771/2011 se produjo el pasado 4 de junio de 2011.

- d) El órgano de dirección establecerá y garantizará la aplicación de los principios generales de la política de remuneración, revisándolos periódicamente.
- e) Al menos una vez al año se hará una evaluación interna central e independiente de la aplicación de la política de remuneración, al objeto de verificar si se cumplen las pautas y los procedimientos de remuneración adoptados por el órgano de dirección en su función supervisora.
- f) El personal que ejerza funciones de control dentro de la entidad será independiente de las unidades de negocio que supervise, contará con la autoridad necesaria y será remunerado en función de la consecución de los objetivos relacionados con sus funciones, con independencia de los resultados de las áreas de negocio que controle.
- g) La remuneración de los altos directivos encargados de la gestión de riesgos y con funciones de cumplimiento será supervisada directamente por el comité de remuneración o, de no haberse creado dicho comité, por el órgano de dirección en su función supervisora.
- h) Se exigirá al personal que se comprometa a no utilizar estrategias personales de cobertura o seguros relacionados con la remuneración y la responsabilidad, que menoscaben los efectos de la alineación con el riesgo incluidos en sus sistemas de remuneración.
- i) Los pagos por rescisión anticipada de un contrato se basarán en los resultados obtenidos en el transcurso del tiempo y se establecerán de forma que no recompensen los malos resultados
- j) La política de pensiones será compatible con la estrategia empresarial, los objetivos, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad y si el empleado abandona ésta antes de su jubilación, la entidad tendrá en su poder los beneficios discrecionales de pensión por un periodo de cinco años en forma de acciones o instrumentos de propiedad equivalentes o instrumentos que reflejen adecuadamente la calificación crediticia de la entidad en situación normal. Si un empleado alcanza la edad de jubilación, se le abonarán los beneficios discrecionales de pensión en forma de estos últimos instrumentos, sujetos a un periodo de retención de cinco años.

A estos efectos debe entenderse por beneficios discrecionales de pensión los pagos discrecionales concedidos por una entidad de crédito a un empleado en base individual, efectuados con referencia a la jubilación y que puedan asimilarse a la remuneración variable. En ningún caso incluirá beneficios concedidos a un empleado de conformidad con el sistema de pensiones de la entidad.

Adicionalmente, se delega en el Banco de España la determinación de si la entidad, a la vista de su tamaño, su organización interna, la naturaleza, el alcance o la complejidad de sus actividades, debe finalmente establecer o no un comité de remuneraciones (comisión de retribuciones y nombramientos en el caso de las cajas de ahorro).

En lo que concierne al **diseño de los esquemas de remuneración**, las entidades deberán seguir los siguientes criterios, coincidentes, casi en su totalidad, con los crite-

rios enunciados en la Sección 11 «Política de remuneración» del Anexo V de la Directiva 2006/48/CE:

- a) Deberá aplicarse una relación equilibrada y eficiente entre los componentes fijos y los componentes variables tal que el componente fijo constituya una parte suficientemente elevada de la remuneración total. A estos efectos, se faculta al Banco de España para establecer criterios específicos para la determinación de dicha relación.
- b) La retribución variable deberá cumplir con los siguientes requisitos:
 - Cuando esté vinculada a los resultados, su importe total se basará en una evaluación en la que se combinen los resultados del empleado, valorados conforme a criterios tanto financieros como no financieros, de la unidad de negocio afectada y los resultados globales de la entidad.
 - La evaluación de los resultados se inscribirá en un marco plurianual para garantizar que el proceso de evaluación se basa en los resultados a largo plazo y que tiene en cuenta el ciclo económico subyacente de la entidad y sus riesgos empresariales.
 - El total de la remuneración variable no limitará la capacidad de la entidad para reforzar la solidez de su base de capital.
 - La remuneración variable garantizada tendrá carácter excepcional y solo se podrá aplicar al primer año de empleo del personal nuevo.
 - Al evaluar los resultados al objeto de calcular los componentes variables de la remuneración o los fondos para pagar estos componentes se efectuará un ajuste por todos los tipos de riesgos actuales y futuros, y se tendrá en cuenta el coste del capital y la liquidez necesaria.
 - La asignación de los componentes variables de remuneración en la entidad tendrá igualmente en cuenta todos los tipos de riesgos actuales y futuros.
 - Una parte sustancial, y en todo caso al menos el 50% de cualquier elemento de remuneración variable, ya sea diferido o no diferido, se fijará alcanzando un adecuado equilibrio entre (i) acciones o intereses de propiedad equivalentes o instrumentos vinculados con las acciones u otros instrumentos no pecuniarios equivalentes en el caso de una entidad que no cotice en un mercado organizado oficial y (ii) otros instrumentos que reflejen de manera adecuada la calificación crediticia de la entidad en situación normal.
 - Estos instrumentos estarán sometidos a una política de retención adecuada concebida para que los incentivos estén en consonancia con los intereses a largo plazo.
 - Una parte sustancial, y en todo caso al menos el 40% del elemento de remuneración variable, se diferirá durante un periodo que se determinará

teniendo en cuenta el ciclo económico, la naturaleza del negocio, sus riesgos y las actividades del empleado de que se trate y que en ningún caso será inferior a tres años.

- En caso de que la cuantía de la remuneración variable supere de forma especialmente significativa el importe medio de la remuneración variable en el sector, se diferirá como mínimo el 60% del pago de la misma.
- Los pagos de la remuneración diferida no podrán producirse más rápidamente que si se distribuyeran de forma proporcional en el periodo diferido.
- La remuneración variable, incluida la parte diferida, se pagará únicamente si resulta sostenible de acuerdo con la situación de la entidad en su conjunto, y si se justifica en función de los resultados de dicha entidad, de la unidad de negocio y del empleado de que se trate.
- La remuneración variable no se abonará mediante instrumentos o métodos que permitan evadir los requisitos expuestos. A estos efectos, se faculta a los organismos supervisores a imponer restricciones para el uso de estos instrumentos, a fijar los criterios necesarios para permitir que la remuneración variable se contraiga en función de los resultados financieros negativos y a exigir que se limite la remuneración variable en forma de porcentaje de los ingresos netos totales cuando ello no sea compatible con el mantenimiento de una base de capital sólida.

En último término, el Real Decreto 771/2011 incorpora previsiones específicas para las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su reestructuración o saneamiento, las cuales quedan sujetas a dos reglas especiales:

- Deberán limitar la remuneración variable a un porcentaje de los ingresos netos cuando sea incompatible con el mantenimiento de una base sólida de capital y con una renuncia oportuna al apoyo público.
- No podrán satisfacer remuneración variable alguna a los administradores y directivos que efectivamente dirijan la actividad de la entidad, salvo que ello se justifique adecuadamente, a juicio del Banco de España. Asimismo, el Banco de España podrá establecer, si procede, límites a su remuneración total

Como fácilmente habrá advertido el lector, un adecuado conocimiento de las nuevas obligaciones en materia de políticas retributivas por parte de las entidades afectadas —principalmente entidades de crédito y empresas de servicios de inversión— permitirá una ágil adaptación que garantice tanto el objetivo de cumplimiento normativo ante los organismos supervisores como la debida transparencia ante los accionistas y los mercados.

A tal efecto será necesario adaptar las estructuras retributivas vigentes para alinearlas con los nuevos principios —ya nuevas obligaciones—, tarea en la que será conveniente un adecuado asesoramiento jurídico que considere las diferentes variables implicadas, entre las que se encuentran las de orden regulatorio, laboral y tributario.

TRACKING STOCKS (ACCIONES «SECTORIALES») EN EL DERECHO SOCIETARIO ARGENTINO

CARLOS MOLINA SANDOVAL⁽¹⁾

RESUMEN

El trabajo aborda las tracking stocks en el Derecho argentino. Las «Tracking Stocks» son una clase de acciones cuya valuación está representada por el rendimiento específico de un activo o grupo de activos en la compañía. Se estudia el funcionamiento de esta clase de acciones a partir de sus primeras implementaciones en los EE.UU. y en otros países. El ensayo admite su validez en el Derecho comparado y desarrolla los principales aspectos de estas acciones en el ordenamiento argentino, en orden a los balances, dividendos, conflictos de interés, venta de activos y la responsabilidad de los directores.

Palabras clave: tracking stocks, clases de acciones, sociedades anónimas, responsabilidad de los directores, tutela de los accionistas.

ABSTRACT

This paper refers tracking stocks under Argentine law. «Tracking stocks» are a class of equity securities the value of which is designed to track the performance of specific assets or groups of assets of a corporation. It studies the way these class of equity securities have worked since they were implemented in the USA and other countries. The essay accepts their validity in comparative law and analyzes the principal aspects of this equity share in Argentine law, especially relating to matters of balance sheets, dividends, conflicts of interest, asset sales and liability of directors.

Key words: tracking stocks, class of stocks, corporation, director's liability, shareholders' protection.

⁽¹⁾ Abogado (U. Nac. Córdoba, Rep. Argentina). Doctor en Derecho y Ciencias Sociales (U. Nac. Cba.). Master en Derecho Empresario (U. Empresarial Siglo 21, Cba., Argentina). Diplomado en Derecho Procesal (U. Blas Pascal, Cba., Arg.). Prof. de *Derecho Comercial* de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales (U. Nac. Cba.) y de *Derecho Societario y Seguros* (U. Cat. Cba.). Prof. de Postgrado en la «Carrera de Doctorado» (Univ. Católica Rosario), *Espec. en Derecho de los Negocios* (U. Nac. Cba.), *Master en Derecho Empresario* (U. Empresarial Siglo 21), *Espec. en Derecho de la Empresa* (U. Nac. Rosario), *Espec. en Sindicatura Concursal* (U. Nac. Mar del Plata y en U. Nac. Cba.), *Master en Administración de Empresas MBA* (Universidad Católica de Córdoba), *Master en insolvencia empresarial* (Universidad de Morón, Bs. As.) y *Espec. en Derecho Inmobiliario* (U. Nac. Rosario). Coordinador del Master en Der. Empresarial (U. Empresarial Siglo 21). Profesor honorario designado por la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad Peruana Los Andes (Perú). Miembro del Instituto de la Empresa de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba y de la Academia Nacional de Derecho de Buenos Aires.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. NOCIONES GENERALES.
- III. ANTECEDENTES.
 - A) **General Motors.**
 - B) **USX Corporation.**
 - C) **Otros casos más recientes.**
- IV. DENOMINACIÓN.
- V. RAZONES PARA IMPLEMENTAR «TRACKING STOCK».
 - A) **Ventajas.**
 - B) **Desventajas.**
- VI. SU VALIDEZ EN EL DERECHO COMPARADO.
 - A) **EE.UU.**
 - B) **Italia.**
 - C) **Otros países.**
- VII. SU VALIDEZ EN EL DERECHO ARGENTINO.
 - A) **Opinión de la doctrina.**
 - B) **Nuestra opinión.**
- VIII. BALANCES Y OTROS ESTADOS CONTABLES.
- IX. RÉGIMEN DE DIVIDENDOS.
 - A) **Marco normativo.**
 - B) **Validez de las tracking stocks en función del art. 13, LSC.**
 - C) **Distribución de dividendos y pérdidas contables.**
 - D) **¿Acciones preferidas?**
- X. VALUACIÓN DE ACCIONES (DIFERENCIADA).
 - A) **Criterios normativos.**
 - B) **Particularidades en las tracking stocks.**
- XI. DERECHOS DE LAS TRACKING STOCKS.

XII. ELECCIÓN DE DIRECTORES EN TRACKING STOCKS.

- A) **Clases de acciones para la elección.**
- B) **Requisitos.**

XIII. AFECTACIÓN DE DERECHOS DE LAS TRACKING STOCKS.

- A) **Delimitación conceptual del giro legal.**
- B) **Afectación a todos los accionistas.**
- C) **Evaluación de la afectación.**
- D) **Conflicto de intereses.**
- E) **Venta de activos o contratos para la administración de activos.**

XIV. RESPONSABILIDAD DEL DIRECTORIO.

I. INTRODUCCIÓN

El ordenamiento societario permite a los accionistas organizarse de diversas formas, en diversas categorías accionarias, gozar de derechos y deberes diferenciados. La propia Ley n.º 19.550 de Sociedades Comerciales (LSC) establece que el estatuto puede crear clases de acciones y deja librada a la creatividad de los accionistas la razonable configuración de los derechos diferenciados de los que pueden contar.

Paralelamente, la LSC no determina en forma clara o precisa cuáles son los límites que deben tener en cuenta los accionistas para dicha planificación societaria. Dicho en otros términos: no aclara qué derechos y obligaciones societarios pueden pactarse en cada clase de acciones y cuáles pueden ser las diferencias jurídicas (y los límites) que pueden pactarse en el marco societario.

Ciertas sociedades, sobre todo en el extranjero, en forma reciente han comenzado a utilizar instrumentos financieros que tienden a aprovechar ciertas ventajas derivadas de la concentración de varias actividades bajo una misma sociedad.

Mediante la presente contribución se procura un análisis detallado de todos los aspectos relacionados con las llamadas acciones sectoriales (tracking stocks). Este análisis, teniendo en cuenta el estado actual de la doctrina en el derecho continental europeo, sólo realiza reflexiones aplicables al derecho societario en orden a permitir —principio de libertad de creación de instrumentos financieros mediante— alternativas de financiamiento para la sociedad tradicional.

II. NOCIONES GENERALES

Las «tracking stocks» (o «acciones sectoriales») son una clase de acciones cuya valuación o rendimiento está relacionada con un activo (o grupo de activos) específi-

cos de una determinada sociedad comercial⁽²⁾. Esta modalidad de acciones divide los intereses de la sociedad verticalmente (como acciones ordinarias o preferidas, en las que la sociedad los divide horizontalmente) y puede usarse para una gran variedad de negocios⁽³⁾.

Este tipo de instrumentos fue muy utilizado a partir del año 1990 y fue considerado como una forma de adquisición de ciertas sociedades. Esta forma de adquisición permitía, en cierto modo, a los accionistas de la sociedad adquirida compartir más directamente el potencial de la transacción que comparado con el caso que reciban acciones ordinarias de la sociedad como un todo (en el que dicho reflejo sería más mediato)⁽⁴⁾.

En general, las tracking stocks no requieren cambios sustanciales en la estructura del negocio (o segmento de activos) y usualmente se utilizan en supuestos en que el rendimiento de una determinada división de la sociedad es menor o diferente al de las otras.

III. ANTECEDENTES

A) General Motors

El primer uso documentado de la utilización de «tracking stock» ocurrió cuando «General Motors Corporation» (GM) adquirió la sociedad «Electronic Data System» (EDS) en el verano de 1984⁽⁵⁾. No obstante la fusión estatutaria, los accionistas de EDS recibieron una opción de recibir dinero por sus acciones o una combinación de dinero, ciertos papeles y una acción de una clase creada al efecto por GM. Esta nueva clase de acciones, denominada como «Clase E» de acciones, recibiría dividendos exclusivamente de un fondo segregado derivado del rendimiento de la controlada EDS.

Similar estructuración fue realizada cuando GM adquirió Hughes Aircraft Company, resultando —en este caso— la creación de la «Clase H» como una clase de acciones de GM.

(2) En el régimen norteamericano se ha señalado que el uso de tracking stock para determinar la performance de cierta porción de activos societarios tiene ventajas económicas y fiscales sobre una distribución regular de dividendos. Vid. SHEFFIELD, J. T. & ST CLAIR, B. M., *An Abecedarium on Alphabet Stock*, 66 Taxes (1988), p. 956.

(3) BORECK, Ch. A., *Corporate taxation's Square Peg: an analysis of possible solutions to the problems of characterizing «tracking stock» for tax purposes*, 43 Cath. U.L. Rev. 1107.

(4) PITTENGER, M. A., FISCHER, M. & JOHNSON, G. M., *Recent developments in Delaware Corporate Law*, 3 Del. L. Rev. (2000), p. 107.

(5) WALTER, D. & STRASEN, P. A., *Innovative Transactions: General Motors Class E and Class H Common Stock*, 64 Taxes (1986), p. 365. No obstante, estos autores señalan que igualmente es difícil de determinar si General Motors Corporation fue realmente la primera sociedad en utilizar tracking stock, al menos en la caracterización realizada.

La idea de estas dos estructuraciones societarias estuvo naturalmente vinculada a razones fiscales. En ambas transacciones si hubiesen elegido quedarse con las acciones de la controlada, dichas distribuciones no hubieran sido libres de impuesto para los accionistas⁽⁶⁾.

Lo bueno, en este caso, fue que GM se esforzó en crear mercado para un nuevo tipo de acciones derivadas de la distribución de una nueva clase de acciones⁽⁷⁾.

Aunque estas tracking stocks (Clase E y Clase H) tienen atributos únicos, en muchos sentidos se asimilan a una acción tradicional de una holding. Por ejemplo, los accionistas de esta clase de acciones (tracking stocks) tienen derechos de voto similares a los de un accionista común y comparten el procedimiento de liquidación en la proporción relativa de sus votos⁽⁸⁾. Más aún: se pactó que GM podía recuperar dichas acciones cambiándolas por acciones comunes de GM⁽⁹⁾.

B) USX Corporation

Luego de esta primera experiencia⁽¹⁰⁾, USX Corporation (USX) utilizó tracking stocks para separar efectivamente las acciones en dos líneas de negocios. USX se componía de dos negocios claramente discernibles: fabricación de acero y energía (energy interest). En 1990 los accionistas de USX comenzaron a buscar la forma de liquidar el negocio menos rentable (el del acero) para hacer foco en la energía, que era más dinámico. Sin embargo, la sociedad no quería desprenderse del negocio mediante una escisión ya que la operación hubiera estado gravada impositivamente, lo que generaría no sólo pérdidas sino que eliminaba la utilización de los quebrantos generados por la fabricación del acero⁽¹¹⁾.

Por ello, en mayo de 1991 los accionistas crearon una nueva clase de acciones para «traccionar» los resultados de las operaciones de acero. Esta nueva clase de acciones dividió la tenencia de la sociedad en dos clases de intereses diferentes. La

⁽⁶⁾ BORECK, *Corporate taxation's Square Peg: an analysis of possible solutions to the problems of characterizing «tracking stock» for tax purposes*, cit., p. 1110.

⁽⁷⁾ WALTER & STRASEN, *Innovative Transactions: General Motors Class E and Class H Common Stock*, cit., p. 367.

⁽⁸⁾ BORECK, *Corporate taxation's Square Peg: an analysis of possible solutions to the problems of characterizing «tracking stock» for tax purposes*, cit., p. 1110.

⁽⁹⁾ WALTER & STRASEN, *Innovative Transactions: General Motors Class E and Class H Common Stock*, cit., p. 367.

⁽¹⁰⁾ No obstante que muchas sociedades han utilizado tracking stock, los casos de GM y USX fueron los ejemplos más discutidos. Un caso más reciente de la utilización de esta estructuración fue propuesto por Kmart Corporation. Sin embargo, los accionistas de Kmart fallaron en la concreta aprobación de la estructuración.

⁽¹¹⁾ CONWAY, J. D., *The USX Tracking Stock «Spin-off»: A Case of Split Personality*, 69 *Taxes* (1991), p. 383.

nueva clase de acciones fue denominada «USX - US Steel Group Common Stock» y las restantes acciones devinieron en «USX - Marathon Group Common Stock»⁽¹²⁾.

USX utilizó este instrumento de una manera un poco más agresiva que GM, ya que si bien la tracking stock tenía el mismo poder de voto, este poder de voto no era «fijo» sino que derivaba del valor relativo de mercado de las dos clases de acciones. Igualmente, el plan de USX prohibía a la sociedad utilizar procedimiento de disposición de grupos de activos para el beneficio del otro grupo de accionistas sin las dos terceras partes del voto cuyos activos estaban involucrados. Además, no obstante no tener los accionistas el control de la sociedad, ellos tenían cierta influencia en orden a la administración de los activos afectados.

Pero la diferencia más significativa entre ambos diseños se relacionaba con los derechos de liquidación. En caso de liquidación, en GM la distribución se realizaba a prorrata en función de las participaciones societarias. En USX, los accionistas compartían la liquidación basada en un índice basado en la valorización de cada uno de los activos involucrados. Por ello, los accionistas de USX podían disfrutar de un beneficio económico mayor por la valorización o sufrir una pérdida por la depreciación de los activos en cada una de las divisiones. Esta estructura funcionaba más como similar a dos entidades separadas⁽¹³⁾.

C) Otros casos más recientes

Además de dichos supuestos, existen otros casos más recientes tales como Sprint - Sprint PCS (1998), AT&T - TCI and Liberty Media (1999/2001); AT&T Wireless Group Tracking Stock (2000/2001), Genzyme Corp. - Genzyme Surgical Products Division (GZSP) Stock (1999), Applera Corporation (formerly Perkin-Elmer Corporation) - PE Biosystems Stock and Celera Genomics Stock (1999), WorldCom, Inc. - MCI group stock (2001), Cablevision - Rainbow Media Group (2001) y Sony - Sony Communications Network (2001)⁽¹⁴⁾.

En estos supuestos se han ido variando algunos de los elementos que se fueron estructurando en las transacciones anteriores.

IV. DENOMINACIÓN

El término «tracking stock» fue acuñado en los Estados Unidos y está relacionado con el «rastreo» (o camino) dejado por un determinado activo a la hora de determinar su

(12) BORECK, *Corporate taxation's Square Peg: an analysis of possible solutions to the problems of characterizing «tracking stock» for tax purposes*, cit., p. 1112.

(13) BORECK, *Corporate taxation's Square Peg: an analysis of possible solutions to the problems of characterizing «tracking stock» for tax purposes*, cit., p. 1112.

(14) DRUCKER, J., *Sprint Shows Pitfalls of Investing in Tracking Stocks*, Wall Street Journal, N.Y., Mar 7, 2003.

rendimiento específico. Este tipo de acciones también han sido referidas como «alphabet stock» o «lettered stock» en una clara relación con la denominación empleada por GM en sus dos clases de acciones (clase E y clase H), conforme surge de los antecedentes antes mencionados.

El término «targeted stock» fue acuñado por Lehman Brothers en los noventa en orden a generar una categoría distintiva en servicios para sociedades interesadas en implementar una estructura de tracking stock⁽¹⁵⁾.

En el derecho italiano la denominación deriva de la propia legislación introducida en el 2003 (art. 2350, párr. 2, del Código Civil), habiendo sido aceptadas con cierta unanimidad bajo la acepción «azione correlate»⁽¹⁶⁾ (o nuestro equivalente aceptado por algunos autores argentinos como «acciones relacionadas»). Incluso se ha procurado la utilización de la denominación «acciones vinculadas», siempre tomando la idea fuerte de la caracterización conceptual: la «vinculación» o «correlación» de la acción a un determinado sector de la actividad societaria.

En el derecho francés se alude a «action reflet», como un claro derivado de una noción similar: el «reflejo» que cierto sector de la actividad empresarial produce sobre ciertas acciones o instrumentos financieros.

Sin perjuicio de lo señalado, pensamos que tales denominaciones «acciones reflejas», «acciones vinculadas» o incluso «acciones reflejas» no toman realmente el elemento más característico del concepto. La denominación de un instituto determinado reviste un especial valor representativo, reflejo de su contenido, y ello no constituye una cuestión puramente formal. El nombre establece un «perímetro» que mensura su amplitud y hace referencia a su objeto predominante. Además, previene confusiones y evita que, desprolijamente, se confundan algunas instituciones con otras.

Quizás el elemento más fuerte de este tipo de acciones es la «sectorización» que produce en los balances de la sociedad. Más allá de la «vinculación» o «relación» que puede existir entre una acción y un sector de la actividad empresarial, lo que determina el elemento definitorio no es dicha relación (más allá de que es indispensable) sino su «sectorización» en el balance, como actividad separada. Sin «sectorización» (o determinación de los límites de la actividad afectada) no pueden conceptualizarse de manera razonable este tipo de acciones.

Por ello, y más allá de que se trata de un instrumento en vías aún de perfeccionamiento, pensamos que la denominación que mejor explica su funcionamiento (y permite una rápida ubicación en el tema) es la de «acciones sectoriales» (pues es el sector de la actividad económica la que va a definir el tipo de acción a definir). Véanse en este punto los primeros instrumentos generados por General Motors y USX.

(15) Ver en este punto «*Targeted Stock Picking Up As Restructuring Choice*, Treasury Manager's Rep., Aug. 2, 1996 en 4, donde se dice textualmente: «*noting that targeted stock was created by Lehman Brothers in 1991 for Pittsburgh-based USX Corp.*». Cfr. HASS, J. J., *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, 94 Mich. L. Rev. (June, 1996), p. 2090.

(16) PORTALE, G. B., *Dal capitale 'assicurato' alle 'tracking stocks'*, Riv. Soc., 2002, p. 165.

Igualmente, a los fines de una exposición más clara se hará alusión en forma indistinta a «acciones sectoriales» u otras denominaciones (tracking stock, alphabet stock, acciones reflejas, vinculadas o relacionadas) a los fines de permitir una mejor exposición y adecuación a los fines del instrumentos.

V. RAZONES PARA IMPLEMENTAR «TRACKING STOCK»

En general, se han dado dos razones primarias para implementar este tipo de «equity structure». Una de ellas radica en que este tipo de acciones puede ser usado en conexión con adquisiciones de sociedades. La otra permite moderar el valor de las acciones.

La utilización de las «tracking stocks» para la adquisición de sociedades se relaciona con el miedo común que tienen los accionistas de la sociedad adquirida (target) por otra de que, una vez aceptado el precio de la adquisición, dicho precio no refleje la verdadera valuación de la sociedad⁽¹⁷⁾. Este tipo de acciones ahuyenta dicho miedo, pues su rendimiento está encajado con la real valuación de su negocio.

El problema incluso se incrementa cuando lo que se adquiere es un conglomerado (que tiene distintas sociedades o negocios) en el cual el rendimiento específico de la sociedad adquirida se pierde con la performance general de todo el negocio. En este caso, la entrega o venta de tracking stock naturalmente le permite reducir este problema y dicho rendimiento o valuación va a ser afectado solo marginalmente.

También se lo ha comparado con una estrategia de escisión, señalándose que las tracking stocks tienen muchas ventajas. En primer lugar, en caso de una sociedad con diversificación de negocios, todo el negocio operado por una sociedad con «tracking stocks» potencialmente se beneficia por el menor costo de capital avalado por una gran sociedad⁽¹⁸⁾. En cambio, el patrimonio de la sociedad escindida usualmente es menor, y por ello estos riesgos se reflejan en el costo de financiamiento.

Segundo: una sociedad con tracking stocks puede distribuir los costos de asalariados, beneficios sociales, servicios legales, contables en toda la sociedad, lo que no puede hacer una sociedad escindida (que debe hacerse cargo de los costos de administración en forma individual)⁽¹⁹⁾.

En tercer lugar, la emisión de tracking stocks puede realizarse sin los costos impositivos asociados que lleva implícita una escisión⁽²⁰⁾.

(17) HASS, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, cit., p. 2100.

(18) HASS, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, cit., p. 2110.

(19) HASS, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, cit., p. 2110.

(20) HASS, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, cit., p. 2110.

Finalmente, la estructura de tracking stock puede servir como una adicional protección para posibles y ulteriores adquisiciones por parte de otras sociedades.

A) Ventajas

También se ha dicho que son ventajas de este tipo de acciones las siguientes⁽²¹⁾:

(i) Mejora la información que la sociedad brinda a los eventuales inversores. La emisión de acciones vinculadas impone un mayor nivel de información hacia el accionista sobre el sector o unidad de negocios involucrados. Además, la emisión de este tipo de acciones, junto a la política de dividendos que se adopte, puede operar como una buena señal hacia el mercado sobre el futuro desarrollo de dicha unidad de negocios⁽²²⁾.

(ii) El mercado de capitales puede evaluar mejor y en forma separada las unidades de negocios de una sociedad, lo que suele otorgarle mayor valor⁽²³⁾. Se reducen los costos vinculados a auditorías y análisis de estados contables y se reducen los riesgos de la falta de información o de información deficiente, sobre todo en sociedades altamente diversificadas. Esto lleva a un aumento de las rentas promedio⁽²⁴⁾ de la sociedad y a una revalorización de la unidad de negocios vinculadas a las tracking stocks.

(iii) Se reducen costos internos porque se mantiene una misma administración y gestión para todas las unidades de negocios.

(iv) Se facilita la financiación de nuevos proyectos sin afectar el valor de la participación de los accionistas existentes.

(v) Constituye un incentivo para los que tienen a cargo la gestión directa de la unidad de negocios o sector involucrados.

(vi) Se adapta mejor a las necesidades de los inversores. Todo instrumento financiero tiene una clientela específica. En el caso de las tracking stocks, el inversor puede elegir el título que más se acerque a sus preferencias, teniendo en cuenta la eventual renta, las potencialidades del área de negocios a la que las acciones se encuentran vinculadas, etc.

(21) Seguimos en este punto muy cuidadosamente a: DUPRAT, D. A., *Tracking stocks (acciones vinculadas)*, Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, febrero 2011, p. 211.

(22) DANIELOVA, A. N., *Tracking Stock or Spin-Off? Determinants of Choice*. <<http://ssrn.com/abstract=1018302>> (sugiere que el mercado premia a las empresas que optan por las tracking stocks).

(23) HARPER, J. T. y MADURA, J., *Sources of Hidden Value and Risk Within Tracking Stock*, Financial Management - Autumn 2002 - Vol. 31 - Núm. 3 («Se presume que las tracking stocks vinculadas a una unidad de negocios permiten que el mercado la valore y monitoree en forma independiente al resto de la empresa»).

(24) CHEMMANUR, T. J. y PAEGLIS, I., *Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs*, 2000 - p. 11.

(vii) Pueden ser utilizadas como moneda de cambio en operaciones de adquisiciones societarias. Las adquisiciones pagadas con tracking stocks de la sociedad a adquirir permiten a sus accionistas continuar participando del éxito de la gestión de la sociedad adquirida.

(viii) Crean valor por su propio diseño legal. Esta afirmación es más una percepción que una realidad, ya que no hay investigaciones empíricas que avalen tal premisa. No obstante, es de suponer que las tracking stocks son aptas para disminuir ciertos riesgos y alinear intereses de acreedores con derechos fijos y predeterminados sobre el patrimonio social (prestamistas, proveedores, trabajadores, etc.) con los de los acreedores residuales (accionistas) que dependen de las ganancias de la sociedad, desde que las tracking stocks pueden garantizar un dividendo fijo mínimo y ciertas condiciones particulares en la forma de percibir la cuota liquidatoria de la sociedad.

(ix) Se aprovechan las sinergias y la reducción de los costos, al reestructurarse el esquema de capital de la sociedad sin acudir a mecanismos contractuales externos que, por lo general, imponen altos costos de transacción.

(x) Constituye una buena opción para obtener fondos o mayor liquidez.

B) Desventajas

También se han señalado las siguientes desventajas⁽²⁵⁾:

(i) Problemas de monitoreo y control⁽²⁶⁾ de la gestión de la unidad de negocios vinculada a las tracking stocks, ya que se trata de un sector dentro de la sociedad que está sometido a la gestión de un directorio único para toda la empresa. Los titulares de tracking stocks no tienen sus propios órganos de administración⁽²⁷⁾, por lo que el principio de lealtad se desvanece a poco que se advierta que el interés al cual debe atender el directorio es el común a todos los accionistas y no sólo al de los titulares de tracking stocks.

(ii) La emisión de tracking stocks no cambia la estructura de capital, ni de gobierno de la sociedad, lo que puede afectar a los tenedores de tales acciones ante la existencia de eventuales conflictos derivados de las políticas de dividendo implemen-

⁽²⁵⁾ Seguimos en este punto muy cuidadosamente a: DUPRAT, *Tracking stocks (acciones vinculadas)*, cit., p. 212.

⁽²⁶⁾ FERRARINI, G., *Finanza e Governo d'impresa nelle riforma del diritto azionario*, Centre For Law and Finance - Working Paper Series - Working Paper Núm. 2 - 2003.

⁽²⁷⁾ En Estados Unidos de Norteamérica los directorios suelen tener comités que gestionan los intereses de los titulares de tracking stocks. El problema radica en los conflictos de intereses en que puedan incurrir estos directores al privilegiar ciertas acciones en detrimento de otras (caería bajo la fórmula de «operación desleal» («operative disloyalty»). Hubo dos fallos en Delaware vinculados a los deberes fiduciarios de los directores representantes de tracking stocks que sostuvieron que un director no puede ser acusado de operación desleal si no obtuvo ninguna ganancia o beneficio personal en la decisión a favor de una unidad de negocios y en detrimento de otra.

tadas, de la afectación de la unidad de negocios a la cual están vinculadas dichas acciones, de la forma en que se decide compensar las ganancias obtenidas por el sector o unidad de negocios vinculadas a las tracking stocks con las pérdidas de otros sectores de la sociedad, de los precios de transferencia que se fijen, de la forma en que se admite el ejercicio de derecho de voto, etc.⁽²⁸⁾.

(iii) Los titulares de acciones vinculadas generalmente no tienen fuerza relativa para poder mejorar sus intereses dentro de la sociedad. Tienen pocas posibilidades de influir en decisiones importantes de la sociedad, ni siquiera en las que podrían llegar a afectarlos, como la venta de la unidad de negocios a la cual se encuentran vinculados. Por ello se los suele llamar «ciudadanos corporativos de segunda clase»⁽²⁹⁾.

(iv) El esquema de incentivos sobre los administradores no funciona como pretenden los defensores de las tracking stocks, ya que no existe un directorio aparte por cada unidad de negocios, sino que existe uno solo para toda la sociedad. Además, si el director fuera titular de un alto porcentaje de tracking stocks no cabría la exención de responsabilidad —ya vista— ante la falta de lucro o beneficio personal alguno y, por ende, podría ser responsable de los perjuicios causados a la sociedad por imputación de una conducta desleal⁽³⁰⁾.

(v) Se aumentan los costos de información hacia los inversores en tracking stocks.

VI. SU VALIDEZ EN EL DERECHO COMPARADO

A) EE.UU.

La validez de las tracking stocks en el derecho estadounidense no ha sido puesto en duda, y la mayoría de las publicaciones y fallos jurisprudenciales aceptan implícitamente (o no cuestionan) la validez intrínseca de esta clase de acciones.

Un caso en el que se discutió fue «*In re General Motors Class H Shareholders Litigation*»⁽³¹⁾. En este caso se discutió la legitimidad de una serie de operaciones realizadas por el directorio («Hughes Transactions»). Las actividades de estas tracking stocks estaban relacionadas con defensa, aeronáutica y telecomunicaciones y manufactura de dispositivos electrónicos.

Dichas operaciones fueron aprobadas con las mayorías de las tracking stocks y las acciones comunes, cada una con los dos tercios de los votos. No obstante ello,

(28) VENTORUZZO, M., *Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition*, Bocconi University - Institute of Comparative Law «Angelo Sraffa» (I.D.C.) - Legal Studies Research Paper Series - Research Paper Núm. 06-02, <<http://ssrn.com/abstract=556601>>.

(29) HASS, J., *Fiduciary Duties of Tracking Stock Directors Under Delaware Law - Director's Monthly* (Nat'l Assoc. of Corp. Directors), cit. por LANGNER, Sabine J., *Tracking stocks* - 2002 - p. 20.

(30) PORTALE, G. B., *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, Riv. Soc. - 2002 - p. 165.

(31) 734 A. 2d 611 Del. Ch. 1999.

algunos accionistas de la clase demandaron a GM manifestando que se rompieron los derechos contractuales derivados de esta clase de tracking stocks.

La Corte no sólo avaló implícitamente esta modalidad de acciones sino que señaló que los accionistas de la clase H de GM consintieron la modificación del estatuto social y votaron en este sentido. También señaló que no hubo un quebrantamiento de los deberes fiduciarios de cuidado y lealtad porque no sólo cumplió con los deberes de información sino que, independientemente de la ratificación de la clase accionaria, no logró determinarse el quebrantamiento de la regla del «buen juicio de negocio»⁽³²⁾.

B) Italia

Así también la reforma italiana al régimen societario del año 2003 (concretamente están reguladas en el art. 2350, párr. 2, del Código Civil Italiano) introdujo la llamada «azione correlate»⁽³³⁾ como un nuevo instrumento financiero, requiriéndose análisis más profundos⁽³⁴⁾.

Concretamente, este precepto señala que la sociedad puede emitir acciones con derechos patrimoniales «correlativos» a resultados de la actividad social en un determinado sector de la actividad. El estatuto establecerá el criterio de individualización de los costos para imputar al sector, la modalidad de descuento, el derecho atribuido a tal acción, la eventual condición y la modalidad de conversión de la acción en otra categoría.

La incorporación de dicho instituto, también llamada «acción de sector» (azioni di settore) se ha considerado una «absoluta novedad»⁽³⁵⁾ y con alguna presencia en el ordenamiento extranjero⁽³⁶⁾. No existe una separación patrimonial o la misma es, como señala MIGNONE, «débil»⁽³⁷⁾.

En el derecho italiano, este tipo de acción se caracteriza por ser un derecho patrimonial conexo al resultado de la actividad societaria en un determinado sector. La

(32) Ver una ampliación de los argumentos y detalles del caso en: PITTENGER, FISCHER, & JOHNSON, *Recent developments in Delaware Corporate Law*, cit., p. 107.

(33) También incorporadas en Holanda, Bélgica, Japón y Francia.

(34) PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 165.

(35) FORMICA, C., *La novità della disciplina azionaria*, en: «Il nuovo diritto delle società» (a cura di Alberto Maffei Alberti), vol. I, Cedam, Padua, 2005, p. 178.

(36) Ver su análisis en: MIGNONE, G., «Tracking shares» e «Actions reflet» come modelli per le nostre «Azione correlate», en: «Banca Borsa e Titoli di credito», 2003, I, p. 310. Para comentarios específicos de la acción correlacionada puede citarse: MARTORANO, F., commento sub art. 2350, en «La riforma delle società - Commentario del d. legs. 17 gennaio 2003, n 6», a cura di Michele Sandulli e Vittorio Santero, Giappichelli, 2003; COLAVOLPE, A., *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in: «Le società», fasc. 12 (diciembre), 2003, p. 1596; GROSSO, P., *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari la novità riforma*, in: «Le Società», fsc. 10 (Ottobre), 2003, p. 1309. En cuanto a sus implicancia con el derecho de la competencia: MANZO, G. y SCIONTI, G., *Patrimoni dedicati e azione correlate: «cellule» fuori controllo?*, Le Società, vol. 10, 2003, p. 1329.

(37) MIGNONE, «Tracking shares» e «Actions reflet» come modelli per le nostre «Azione correlate», cit., p. 310.

utilización del término, genérico y no netamente jurídico, genera inevitablemente problemas interpretativos⁽³⁸⁾.

La doctrina ha discutido sobre el alcance del término «settore» utilizado expresamente en el art. 2350, Cod. Civ., ya que este concepto presupone un caso de una actividad de la empresa «estable y duradera», conexas con la principal y eventualmente integrada⁽³⁹⁾, comprendiendo cualquier articulación organizativa interna de la empresa en relación a la posible elaboración de documentación con «cierta autonomía contable»⁽⁴⁰⁾.

La autonomía estatutaria cuenta con una amplia libertad en la determinación de los derechos o atributos de esta acción, pero con la particularidad de la previsión de que la acción correlacionada podrá percibir dividendos del sector solamente en caso de que la sociedad, en su conjunto, tenga utilidades, según la interpretación predominante del último párrafo del art. 2350.

La eventual extinción de esta categoría accionaria deberá ser adoptada por una asamblea general con el requisito de la conformidad de la asamblea especial (*ex art. 2376, Cód. Civ.*)⁽⁴¹⁾.

C) Otros países

No obstante el relato de ambos regímenes, también han sido aceptadas en Francia (*action reflet*) y en otros países como Holanda, Japón, Bélgica, etc.

Como puede verse, la tendencia a nivel de derecho comparado es a su admisión por los ordenamientos locales. En cierto modo, no es más que una variante de clases de acciones con algunas previsiones puntuales, cuya validez dependerá de cada caso concreto.

VII. SU VALIDEZ EN EL DERECHO ARGENTINO

Los autores argentinos, con algunas salvedades, han comenzado a aceptar la admisión de este tipo de acciones, con el convencimiento de que —más allá de la falta de previsión que pudo tener la LSC sobre el tema—, una adecuada interpretación del derecho requiere de su replanteo y su admisión.

A) Opinión de la doctrina

Así, entienden que el art. 207, LSC, valida la posibilidad estatutaria de que se puedan prever clases con derechos diferentes, en tanto éstas otorguen los mismos

⁽³⁸⁾ FORMICA, *La novità della disciplina azionaria*, cit., p. 179.

⁽³⁹⁾ FORMICA, *La novità della disciplina azionaria*, cit., p. 180.

⁽⁴⁰⁾ COLAVOLPE, A., *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in «Le Società», fsc. 12 (diciembre), 2003, p. 1597.

⁽⁴¹⁾ MARTORANO, en «La riforma delle società», cit., p. 145; COLAVOLPE, *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, cit., p. 1597.

derechos⁽⁴²⁾. Se agrega, asimismo, que en general los autores no ponen restricciones o alternativas posibles y sólo existen limitaciones vinculadas con los arts. 244, 245 y 250, LSC, enfatizando —con cita de FERRI⁽⁴³⁾— la autonomía de los socios en configurar el contenido de la posición de socio.

La falta de previsión legal impone una adecuada y completa regulación en el estatuto que procure respetar el ordenamiento vigente y que su falta de previsión no requiere de una reforma legislativa en nuestro medio⁽⁴⁴⁾.

Ello así más allá de que ciertos principios son insoslayables (v.gr., que estas acciones integran el capital social, la distribución de utilidades está condicionada a lo dispuesto en los arts. 68 y 71, LSC, cuanto que de existir directores por esta clase integrarán el órgano de administración con plenitud de derechos que le competen)⁽⁴⁵⁾.

Es claro que deberá establecerse la forma de determinar las utilidades o pérdidas del sector pertinente que no implica una división estructural sino sólo con respecto al aspecto reductible de esta clase, con el claro problema delicado de los alcances del balance de ejercicio que deberá comprender la gestión global pudiéndose sólo, en todo caso, presentar un estado contable segregado con alcance informativo y sin eficacia externa⁽⁴⁶⁾.

También se ha señalado que las «sociedades por acciones pueden emitir clases que otorguen a su titular el carácter de socio, acotando su derecho al dividendo, a las utilidades provenientes de un proyecto o explotación específica de la sociedad, sin alcanzar el complejo total de sus actividades»⁽⁴⁷⁾.

Se ha indicado que la implementación de las tracking stocks merece el apoyo en tanto instrumento financiero destinado a facilitar la inversión en las sociedades de capital nacionales, al posibilitar el acceso a nuevas fuentes de financiación y que en el marco del artículo 207, LSC, que consagra la libertad de creación de títulos accionarios, y atendiendo a las características que presentan las tracking stocks en los ordenamientos donde se viene aplicando, no se advierten mayores inconvenientes para adoptarlas en nuestro régimen legal, aunque se reconoce la necesidad de regular ciertos aspectos vinculados al alcance del ejercicio del derecho de voto; a la manera de contabilizar las ganancias totales de la sociedad y las particulares del sector vinculado a este tipo de acciones; a la forma en que se distribuirán los dividendos y se participará en la

(42) FARGOSI, H., *Acciones «relacionadas»*, LL, 2007-B, p. 1298. También en: *Derecho Comercial. Doctrinas Esenciales*, t. III, p. 355.

(43) FERRI, G., *La Società*, 3.^a ed., Turín, 1989, p. 466.

(44) FARGOSI, *Acciones «relacionadas»*, cit., p. 1299.

(45) *Ibidem*.

(46) FARGOSI, *Acciones «relacionadas»*, cit., p. 1300.

(47) FARHI DE MONTALBÁN, D. V., *Acciones con derecho a las utilidades provenientes de una explotación específica de la sociedad*, Libro de Ponencias del «X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario de la Empresa», Despresa, Advocatus, Cba., 2007, t. II, p. 439.

cuota liquidatoria, en la manera de designar un representante en el directorio, entre otros⁽⁴⁸⁾.

Igualmente, algunos autores han señalado que no son admisibles en nuestro derecho societario vigente, no sólo porque no existe disposición legal que admita la excepción del principio de la unidad patrimonial (art. 2312, Cód. Civ.) sino también por la existencia de normas societarias imperativas, tales como los arts. 68 y 71, LSC (lo que le quitan todo atractivo como instrumento de financiación de uno o más sectores empresariales determinados)⁽⁴⁹⁾.

Agrega en este último punto que en algunos casos, aun cuando el sector empresarial escogido para la inversión efectivamente resulte próspero, deberá, no obstante, sufragar otro u otros sectores de la sociedad que resulten deficitarios (pudiendo de tal manera desvanecerse el aparente beneficio sectorial financiado mediante este instrumento)⁽⁵⁰⁾.

B) Nuestra opinión

Más allá de algunas opiniones contrarias a las acciones sectoriales, pensamos que el principal problema en este tipo de acciones no es su validez sino los límites jurídicos de estructuración. La autonomía de la voluntad (art. 1197, Cód. Civ.), la falta de una prohibición expresa de la LSC o de otros ordenamientos especiales (art. 19, CN) y fundamentalmente la libertad establecida en el art. 207, 2.º párr., LSC, que prevé la posibilidad de crear diversas clases de acciones con derechos diferentes, claramente apoyan la concreción de este tipo de instrumentos.

En la medida que los accionistas tengan en claro los derechos que poseerán cuando suscriban las acciones y que la estructuración de las acciones sectoriales respete algunos límites societarios que expresamente prevé el ordenamiento, no puede existir cuestionamiento alguno a las acciones sectoriales.

Este tipo específico de acciones no constituye una excepción al principio de unidad patrimonial (más allá del notable elenco de patrimonios de afectación que exhibe nuestro derecho⁽⁵¹⁾) sino que importa (o puede importar, según el parámetro a utilizar en la sectorización de la utilidad) una mera división de administrativa y contable de determinadas actividades (lo que no significa la creación de nuevos patrimo-

(48) DUPRAT, *Tracking stocks (acciones vinculadas)*, cit., p. 212.

(49) ROMERO, R.J., *Inadmisibilidad de las —llamadas— acciones relacionadas en nuestro derecho societario vigente*, Libro de Ponencias del «X Congreso Argentino de Derecho Societario» y «VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario de la Empresa», Despresa, Advocatus, Cba., 2007, t. II, p. 493.

(50) ROMERO, *Inadmisibilidad de las —llamadas— acciones relacionadas en nuestro derecho societario vigente*, cit., p. 496.

(51) MOLINA SANDOVAL, C. A., *El fideicomiso en la dinámica mercantil*, 1.ª edic. de 2004 y 2.ª edic. de 2009; MOLINA SANDOVAL, C. A., *Fideicomiso societario. Bases para una mejor utilización de la figura fiduciaria*, ED, ejemplar del 22/03/2005, p. 1.

nios). El patrimonio sigue siendo uno sólo y cuyo único titular es la sociedad. Los accionistas tienen un derecho a un dividendo diferenciado, pero no tienen un derecho específico sobre los activos de la compañía relacionados con su sector de actividad.

El hecho de que pudieran pactarse algunos derechos de ciertos accionistas sectoriales (v.gr., no podrá disponerse de activos de la actividad sin una asamblea especial, no podrán gravarse con prenda o hipoteca sin el consentimiento del director elegido por la clase de acciones, etc.) no significa que el patrimonio se haya segmentado. El acreedor social (o incluso el que no lo es todavía) tiene una garantía genérica sobre todo el patrimonio social y frente a terceros existe una única sociedad con un único patrimonio (más allá de las múltiples actividades que realiza).

No parece valedero aceptar que los arts. 68 y 71, LSC, impidan la validez de las acciones sectoriales. Dichas normas sólo operan como una forma de limitación a los alcances societarios de estas acciones, pero de ningún modo impiden, siquiera implícitamente, su validez. Pero lo más grave es trasladar la posible validez jurídica de un instituto a la conveniencia o atractivo financiero. Se trata, naturalmente, de riesgos que deberá evaluar específicamente cada inversor a la hora de adquirir esta clase de acciones. Es una decisión similar a la adquisición de cualquier otra acción o incluso de títulos convertibles en acciones.

La falta de una prohibición expresa (y la validez del principio justamente contrario que enfatiza la libertad de los accionistas de diferenciar sus derechos mediante la clase de acciones) en cierto modo imponen analizar la cuestión de los límites jurídicos a las acciones sectoriales.

VIII. BALANCES Y OTROS ESTADOS CONTABLES

Una de las bases a determinar en las acciones sectoriales se circunscribe a meritar la posibilidad contable de agrupar los resultados por tipo de actividad (o incluso por el tipo de activos). El estado de resultados expresamente acepta la posibilidad de segregar el resultado según el tipo de actividad. Así lo señala el art. 64, inc. I.a, LSC, que dice que el estado de resultados o cuenta de ganancias y pérdidas del ejercicio deberá exponer: I-a) El producido de las ventas o servicios, agrupados por tipo de actividad. De cada total, se deducirá el costo de las mercaderías o productos vendidos o servicios prestados, con el fin de determinar el resultado. Y dice la parte final del primer párrafo del art. 64, LSC, que el estado de resultados deberá presentarse de modo que muestre por separado la ganancia o pérdida proveniente de las operaciones ordinarias y extraordinarias de la sociedad, determinándose la ganancia o pérdida neta del ejercicio, a la que se adicionarán o deducirán las derivadas de ejercicios anteriores.

Paralelamente, el art. 65, LSC, al regular las notas complementarias señala que los estados contables deben consignar notas referidas a «bienes de disponibilidad restringida explicándose brevemente la restricción existente» (punto 1.a, entre ellos el consentimiento de la clase de acciones), «resultados de operaciones con sociedades

controlantes, controladas o vinculadas, separadamente por sociedad» (punto 1.g), «restricciones contractuales para la distribución de ganancias» (punto 1.h), etc.⁽⁵²⁾.

Esto incluso ha sido aceptado por la doctrina contable. En este punto se ha señalado que cuando ciertas empresas desarrollan actividades de diversa índole o venden productos o servicios de más de un tipo (o incluso cuando los principales clientes o activos estén localizados en diferentes áreas geográficas) y éstas actividades, productos, servicios o áreas están sujetas a diferentes tasas de rendimiento, oportunidades de crecimiento, expectativas de futuro y riesgos, el mero suministro de información agregada (para la empresa como un todo) es insuficiente, y debe ser complementado con la presentación de algún tipo de información por segmento⁽⁵³⁾.

Como señala la NIC 14⁽⁵⁴⁾, esto ayuda a:

- (i) comprender mejor el desempeño de la empresa en el pasado;
- (ii) evaluar mejor los rendimientos y riesgos del ente; y
- (iii) realizar mejores juicios acerca del ente considerado como un todo.

Más allá de que la segmentación de la información no es obligatoria para todas las sociedades comerciales (sólo se exige para las sociedades cotizadas), lo cierto es que la tendencia internacional de adoptar parámetros únicos contables en cierto modo ratifica la idea de contabilizar las normas contables locales con las internacionales. Incluso el hecho de que la segmentación de la información contable no sea obligatoria aún para ciertas sociedades cerradas no significa que el estatuto social no pueda prever una forma de contabilización segmentada.

La idea contable a tener en cuenta en su registro es que cada uno de los componentes de la actividad o sector sea susceptible de distinción y esté sujeto a riesgos y rentabilidades distintos de las otras actividades o sectores. Incluso si existieran flujos de fondo identificable deberían también desagregarse. Esta determinación debe realizarse en función de la especial determinación del sector a contabilizar.

Por ello, se ha señalado que para este tipo de partidas es conveniente informar⁽⁵⁵⁾:

- (i) para cada segmento informado, sea de negocios o geográfico: (a) su composición (actividades, productos, servicios o áreas, según los casos); (b) sus ventas y otras ingresos operativos, distinguiendo los procedentes de clientes externos a la empresa de los provenientes de transacciones entre segmentos; (c) el resultado que pueda

⁽⁵²⁾ Profundizamos en: MOLINA SANDOVAL, C. A., *Régimen societario. Parte general*, Lexis-Nexis, Bs. As., 1.ª edic., 2004, t. II, p. 1091; MOLINA SANDOVAL, C. A., *Aprobación de estados contables y la medida cautelar suspensiva de sus efectos*, La Ley, ejemplar del 14/04/2004, p. 3.

⁽⁵³⁾ FOWLER NEWTON, E., *Contabilidad superior*, Ed. La Ley, Bs. As., 2005, 5.ª edic., t. II, p. 1433.

⁽⁵⁴⁾ *Segment Reporting* International Accounting Standard 14 de la IASB.

⁽⁵⁵⁾ FOWLER NEWTON, *Contabilidad superior*, cit., t. II, p. 1470.

asignárseles sobre bases objetivas; (d) los activos que puedan asignárseles, que no deberían ser otros que los generados del resultado recién referido;

(ii) conciliaciones entre la suma de información correspondiente a los segmentos presentados y los correspondientes importes de los estados contables, cuyas partidas serán normalmente: (a) las eliminaciones de los efectos de operaciones entre segmentos; (b) las cifras correspondientes a los segmentos sobre los que no se da la información;

(iii) las bases para la fijación de los precios entre segmentos;

(iv) información comparativa que: (a) cubra los mismos períodos que la información comparativa relativa a los estados básicos; (b) se refiera a los mismos segmentos sobre los que se presenta información por el período corriente;

(v) los cambios de identificación de los segmentos y en las prácticas contables usadas para presentar información sobre ellos que tengan efecto significativo sobre ella, incluyendo explicaciones sobre la naturaleza del cambio y sus razones y, si fuera razonablemente cuantificable, su efecto.

En este punto, cabe remitirse a las «Normas particulares de exposición contable para entes comerciales, industriales y de servicios», resolución técnica 9 de la FACPCE, segunda parte, capítulo II, Sección D, y «Normas contables profesionales: desarrollo de algunas cuestiones de aplicación particular», resolución técnica 18 de la FACPCE, segunda parte, sección 8.

Incluso existen algunos rubros del estado de resultados que deberán valorarse en función de la magnitud del segmento a la hora de determinar el resultado específico de la acción sectorial. En este punto, resulta aconsejable que se pacte en el estatuto social (o se determinen pautas para su determinación) los porcentajes de ciertos gastos que debe sufragar cada sector, como por ejemplo retribuciones de administradores, directores y síndicos, los que no necesariamente deben coincidir con el porcentaje de participación en el capital social que tengan las acciones sectoriales. Es claro que si nada se aclara, las acciones sectoriales deberán soportar los gastos generales o comunes a toda la actividad societaria (y que no puedan adjudicarse de manera específica a cada segmento de la actividad) en función de su porcentaje participativo. En este caso, cabe mencionar no sólo los honorarios referidos sino también sueldos de otros administrativos, honorarios de asesores profesionales (legales, contables, impositivos, notariales, industriales, etc.), gastos de estudio e investigación, publicidad y marketing, etc.

Los aspectos impositivos tienen también un matiz diferencial, no tanto en impuesto al valor agregado o ingresos brutos en los cuales suele ser más fácil su segregación sino fundamentalmente en el impuesto a las ganancias.

Recuérdese en este punto que las ganancias de un ejercicio se determinan no sólo de los resultados puntuales sino de los gastos que se devenguen en el ejercicio. Incluso las pérdidas que se generen en otras actividades permiten reducir el impuesto a las ganancias a ingresar en la actividad que pudiera ser superavitaria. Asignar un porcentaje del impuesto a las ganancias permite una solución rápida y simple, que no en todos los casos puede ser adecuada a la realidad económica de cada caso concreto (obligan-

do a otros sectores de la sociedad a tributar impuestos que pudieran no haber erogado si no existieran otras actividades explotadas).

IX. RÉGIMEN DE DIVIDENDOS

A) Marco normativo

La cuestión de los dividendos es, quizás, la más interesante por cuanto involucra ciertas normas societarias que no son disponibles por los accionistas. En este caso, el art. 68, LSC, señala que los dividendos no pueden ser aprobados ni distribuidos a los socios, sino por ganancias realizadas y líquidas resultantes de un balance confeccionado de acuerdo con la ley y el estatuto y aprobado por el órgano social competente, salvo en el caso previsto en el art. 224, 2.º párr. Las ganancias distribuidas en violación a esta regla son repetibles, con excepción del supuesto previsto en el art. 225⁽⁵⁶⁾.

El art. 70, LSC, establece la obligación de constituir una reserva legal (del cinco al veinte por ciento del capital social), ratificándose que cuando la reserva legal «que de disminuida por cualquier razón, no pueden distribuirse ganancias hasta su reintegro».

Por su parte, el art. 71, LSC, señala que las ganancias no pueden distribuirse hasta tanto no se cubran las pérdidas de ejercicios anteriores. Cuando los administradores, directores o síndicos sean remunerados por un porcentaje de ganancias, la asamblea podrá disponer en cada caso su pago aun cuando no se cubran pérdidas anteriores⁽⁵⁷⁾.

En materia de planificación societaria, cabe tener en cuenta el art. 13, LSC, que textualmente señala que son nulas las estipulaciones siguientes: 1) Que alguno o algunos de los socios reciban todos los beneficios o se les excluya de ellos, o que sean liberados de contribuir a las pérdidas; 2) Que al socio o socios capitalistas se les restituyan los aportes con un premio designado o con sus frutos, o con una cantidad adicional, haya o no ganancias; 3) Que aseguren al socio su capital o las ganancias eventuales; 4) Que la totalidad de las ganancias y aun en las prestaciones a la sociedad, pertenezcan al socio o socios sobrevivientes; 5) Que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva.

Paralelamente, el art. 216, LSC, reglamenta el tema de las acciones ordinarias y preferidas diciendo que cada acción ordinaria da derecho a un voto. El estatuto puede

⁽⁵⁶⁾ MOLINA SANDOVAL, C. A., *Tratado de las asambleas*, Abeledo-Perrot, Bs. As., 1.ª edic., 2009, p. 60; MOLINA SANDOVAL, C. A., *Algunas cuestiones en relación al dividendo societario*, El Derecho, ejemplar del 5/12/2003, p. 7; MOLINA SANDOVAL, C. A., *Principios básicos del régimen de distribución de utilidades*, Jurisprudencia Argentina, ejemplar del 13 de marzo de 2004, p. 3.

⁽⁵⁷⁾ En materia de sociedades anónimas, el art. 224, LSC, impone el pago de dividendo sólo si resultan de ganancias realizadas y líquidas correspondientes a un balance regularmente confeccionado y aprobado y ratifica la prohibición de que está prohibido distribuir intereses o dividendos anticipados o provisionales o resultantes de balances especiales, excepto en sociedades comprendidas en el art. 299, LSC. A su vez, ratifica la repetición de los dividendos percibidos aun de buena fe.

crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria. El privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales. No pueden emitirse acciones de voto privilegiado después que la sociedad haya sido autorizada a hacer oferta pública de sus acciones. El art. 217, LSC, por su parte, agrega que las acciones con preferencia patrimonial pueden carecer de voto, excepto para las materias incluidas en el cuarto párrafo del artículo 244, sin perjuicio de su derecho de asistir a las asambleas con voz. Tendrán derecho de voto durante el tiempo en que se encuentren en mora en recibir los beneficios que constituyen su preferencia. También lo tendrán si cotizaren en bolsa y se suspendiere o retirare dicha cotización por cualquier causa, mientras subsista esta situación.

B) Validez de las tracking stocks en función del art. 13, LSC

Como puede verse, la cuestión a resolver radica en el posible conflicto entre la posibilidad de distribuir dividendos diferenciados y «traccionados» por una determinada actividad sectorial en desmedro de otros accionistas (que no perciban dividendo alguno) o incluso de las pérdidas que podría sufrir la sociedad en su conjunto.

No quedan dudas de que, más allá de la emisión de acciones sectoriales (tracking stocks), la sociedad debe ser valorada como una unidad y la aplicación de pautas sectoriales sólo deberá realizarse supletoriamente y en lo que sea libremente disponible por las partes.

Por ello, el hecho de que existan sólo algunos accionistas que perciban utilidades (derivadas de la actividad superavitaria que realiza su sector) y no todos, no importa incompatibilidad con el art. 13, LSC.

En este sentido, la acción sectorial no importa que algunos socios reciban todos los beneficios (o a algunos se excluye de ellos), menos aún que sean liberados de contribuir a las pérdidas (art. 13, inc. 1, LSC). Dicha situación puede darse, pero sólo de manera coyuntural y no permanente (y por ello, no puede esgrimirse la nulidad de la sociedad). La idea de dicha norma es más radical, concepto que no se percibe en las acciones sectoriales (tracking stocks) en las que no existe una estipulación que prohíba que algunos socios no reciban beneficios cuando se deben ciertas circunstancias puntuales (en el caso, que su segmento empresarial no haya generado utilidades).

Por ello, parece lógico entender que para que exista posibilidad jurídica de que se emitan acciones sectoriales la sociedad debe tener, al menos, dos actividades sectoriales claramente diferenciables. Resultaría contrario al espíritu que inspira esta clase de acciones que las mismas se vinculen a la única actividad que realice la sociedad, ya que —de manera implícita— sí podría importar la imposibilidad permanente de que algunos socios no perciban utilidades.

Igualmente, la previsión del art. 13, inc. 1, LSC, impide que en la contabilización de la actividad sectorial no se deduzcan los gastos generados por ella. Ello así porque importaría una implícita liberación a la contribución en las pérdidas no sólo contemplada por la norma citada sino también contraria a la natural concepción de socio (art. 1, LSC).

C) Distribución de dividendos y pérdidas contables

Una visión similar se percibe en orden a la armonización de las acciones sectoriales con los arts. 68, 70 y 71, LSC. La idea fuerza que surge de dichos preceptos es que no pueden distribuirse ganancias mientras no se cubran pérdidas anteriores, inclusive la reserva legal.

Cuando todos los sectores de la sociedad son superavitarios la cuestión de las tracking stocks no genera mayores problemas. La distribución de los dividendos deberá realizarse en función de lo establecido (en principio, en base a las ganancias obtenidas por cada sector de la actividad). Como se vio, no existe ningún principio societario (y menos aún constitucional) que imponga la obligatoriedad de que los dividendos sean iguales. La propia ley admite las acciones preferidas (y con ello dicha diferenciación).

Ahora bien, el eje de la cuestión se modifica cuando algunas de las actividades sectoriales generan utilidades y otras no; enfoque que también varía si la sociedad, como unidad, tiene ganancias finalmente o sólo genera pérdida. Incluso si, pese a tener ganancias, existen pérdidas acumuladas que deben compensarse para llegar al punto de equilibrio. Las variables de análisis deben focalizarse en cada caso particular, respetando los preceptos en cuestión, pero procurando fortalecer lo que los socios pactaron en el estatuto social o lo que fue la causa final de la emisión de este tipo de acciones.

En este punto, podría darse el caso, nada raro, de un segmento de la actividad que genere importantes ganancias relativas, pero que el ente societario no sólo no gane sino que genere pérdidas significativas. Es evidente que más allá de lo pactado en el estatuto respecto de las acciones sectoriales la sociedad no podrá distribuir ganancias a ningún accionista sectorial (por más que su segmento haya sido claramente rentable).

Ahora bien, esta imposibilidad de distribuir ganancias a las tracking stocks no importa que dichos accionistas no puedan tener un «saldo a favor» (crédito interno) que permita potenciar su ganancia sectorial cuando la sociedad genere futuras utilidades. Téngase en cuenta que las ganancias sectoriales anteriores (que no pudieron distribuirse por la pérdida societaria general) en cierto modo evitaron que la pérdida global fuera mayor y por ello redundaron en un claro beneficio para la sociedad. Por ello, pensamos que sería lícito permitir que las acciones sectoriales compensen los resultados obtenidos por los períodos en los que existió pérdida (o en los que la ganancia no permitió una adecuada distribución) y habilitar la percepción de dividendos hasta tanto se compensen las ganancias oportunamente generadas.

Esta idea se mantiene también en caso de que la emisión de acciones sectoriales sea para financiar pérdidas anteriores (o incluso cuando la emisión se realice cuando existan pérdidas en ejercicios anteriores). En este supuesto, los accionistas sectoriales tendrán derecho a compensar sus futuras ganancias cuando el balance permita una adecuada distribución de dividendos.

En sentido similar, cuando la sociedad tenga ganancias (y resuelva distribuir las), pero las mismas no permitan retribuir de manera completa las acciones sectoriales, el

saldo también permitirá la compensación ulterior en función de lo acordado específicamente en el estatuto.

Si estas reflexiones se aceptan para el caso de que sólo las acciones sectoriales hayan tenido ganancias, también deben aceptarse en el supuesto inverso: esto es, que la sociedad haya tenido utilidades y el segmento empresario vinculado con las acciones sectoriales haya dado pérdida. En este caso, las acciones sectoriales tendrán un «saldo negativo» (débito interno) que deberá detraerse de las futuras utilidades que se generen en el segmento. Obviamente, que este resultado negativo necesariamente deberá detraerse a la hora de distribuir utilidades (utilidades sobre los que las acciones sectoriales no tendrán derecho alguno).

Si, no obstante lo dicho, se hubieran repartido utilidades, es claro que las ganancias distribuidas en violación a las normas antes citadas podrán ser repetidas por la asamblea, siendo responsables por esta incorrecta distribución.

D) ¿Acciones preferidas?

Otra cuestión a determinar es si la acción sectorial (tracking stock) puede concebirse como una «acción preferida». Ya hemos mencionado que, en nuestra opinión, es una clase de acciones posible que la LSC no prohíbe. Ahora bien, la aceptación de su naturaleza jurídica (como clase de acciones) no necesariamente significa que sea preferida.

Ello así porque las utilidades que perciban este tipo de acciones no serán mayores que las ordinarias e incluso, analizado el tema desde una órbita estrictamente proporcional, serán menores (pues las preferidas requieren de cierta preferencia patrimonial). El hecho de que en la práctica alguna acción sectorial pueda generar de manera constante mayores utilidades que las otras acciones no significa que tenga una ventaja patrimonial en sentido concreto. Esta afirmación se confirma con la situación inversa: en ciertas ocasiones la acción sectorial podrá percibir una utilidad claramente inferior a las otras acciones.

El simple hecho de considerar una acción como preferida tiene importantes consecuencias jurídicas, ya que el art. 216, LSC, expresamente enfatiza que «el privilegio de voto es incompatible con preferencias patrimoniales». Luego, una acción preferida (o con preferencias patrimoniales) no podría tener privilegios de voto (de hasta cinco votos por acción ordinaria).

En función de lo dicho, pensamos que no existen óbices teóricos para que una acción sectorial (tracking stock) pueda gozar de hasta cinco votos por acción y no obstante percibir dividendos diferenciados (sectorizados) en función del segmento de actividad con el que se vinculan. Con el mismo fundamento, tampoco existirían razones para que una acción sectorial sea preferida (y potencie sus resultados en función de alguna proporción).

X. VALUACIÓN DE ACCIONES (DIFERENCIADA)

Lo dicho, incluso, tiene una clara incidencia en la forma de valuación de las acciones. Más allá de las tradicionales formas de valuación empresarial⁽⁵⁸⁾ (entre ellas, la del valor contable o valor patrimonial proporcional), existe cierto consenso en que la valuación de una empresa se relaciona con el flujo de fondos⁽⁵⁹⁾.

A) Criterios normativos

El decreto 677/01, dictado por el Poder Ejecutivo Nacional en uso de las facultades conferidas por el art. 1.1, inc. I, apartado d) e inc. II, apartado e) de la ley 25.414, entre los varios temas que aborda, su capítulo VIII brinda marco normativo al «Retiro de la Oferta Pública» estableciendo que «Cuando una sociedad, cuyas acciones se encuentren admitidas a los regímenes de oferta pública y de cotización, acuerde su retiro voluntario de cualquiera de los mismos deberá seguir el procedimiento que establezca la Comisión Nacional de Valores y, asimismo, deberá promover obligatoriamente una Oferta Pública de Adquisición de sus acciones (...). La adquisición de las propias acciones deberá efectuarse con ganancias realizadas y líquidas o con reservas libres, cuando estuvieran completamente integradas, y para su amortización o su enajenación en el plazo del artículo 221 de la Ley N. 19.550 y sus modificaciones, debiendo la sociedad acreditar ante la Comisión Nacional de Valores que cuenta con la liquidez necesaria y que el pago de las acciones no afecta la solvencia de la sociedad. De no acreditarse dichos extremos, y en los casos de control societario, la obligación aquí prevista quedará a cargo de la sociedad controlante, la cual deberá acreditar idénticos extremos» (art. 31).

Asimismo, el decreto 677/01 determina que la oferta pública de adquisición antes indicada debe sujetarse a diversas condiciones, entre las cuales está la de ofrecer un «precio equitativo, pudiéndose ponderar para (su) determinación, entre otros criterios aceptables, los que se indican a continuación: I) Valor patrimonial de las acciones, considerándose a ese fin un balance especial de retiro de cotización. II) Valor de la compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables. III) Valor de liquidación de la sociedad. IV) Cotización media de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de retiro, cualquiera que sea el número de sesiones en que se

(58) Sobre la aplicación del método de valoración según flujo de fondos descontados se pueden encontrar numerosos trabajos en los que se demuestra su mayor consistencia entre las diferentes metodologías de valoración de empresas (conf. FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas*, Barcelona, 1999; THAM, J. y VÉLEZ-PAREJA, I., *Principles of cash flow valuation*, London, 2004; COPELAND, T., KOLLER, T. y MURRIA, J., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, New York, 1994; BASILE, D., *El valor de las acciones de una empresa en marcha en los litigios judiciales*, La Ley, 2006-A, 1140; SANTAMARÍA SUÁREZ LAGO, G., *El valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso y la valuación de empresas por parte de los agentes económicos*, JA 2002-IV, p. 984, espec. p. 990.

(59) Ver algunos criterios en: FARRANDO, M. I., *El derecho de separación del socio en la ley de sociedades anónimas y la ley de sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid, Civitas, 1998, p. 163.

hubieran negociado. V) Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones, en el supuesto que se hubiese formulado alguna Oferta Pública de Adquisición respecto de las mismas acciones o emitido nuevas acciones según corresponda, en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de retiro».

La norma aclara, a continuación, que los anteriores criterios aptos para la fijación del precio «equitativo» de las acciones «se tomarán en cuenta en forma conjunta o separada y con justificación de su respectiva relevancia al momento en que se formule la oferta y en forma debidamente fundada en el prospecto de la oferta, debiendo en todos los casos contarse con la opinión de los órganos de administración y de fiscalización y del comité de auditoría de la entidad. En todos los casos el precio a ser ofrecido no podrá ser inferior al que resulte del criterio indicado en el apartado IV precedente. La Comisión Nacional de Valores podrá objetar el precio que se ofrezca por considerar que el mismo no resulta equitativo. La falta de objeción al precio no perjudica el derecho de los accionistas a impugnar en sede judicial o arbitral el precio ofrecido. Para la impugnación del precio se estará a lo establecido en el artículo 30 del presente Decreto. A los fines del presente Decreto, la Comisión Nacional de Valores deberá tomar especialmente en cuenta el proceso de decisión que fije el precio de la oferta, en particular la información previa y fundamentos de esa decisión, así como el hecho de que para tal decisión se haya pedido la opinión de una evaluadora especializada independiente y se cuente con la opinión favorable del comité de auditoría y del órgano de fiscalización» (art. 32).

Por su parte, la Comisión Nacional de Valores reglamentó estos aspectos del decreto 677/01 mediante el dictado de la Resolución General n.º 401 del 26/3/2002 determinando, en cuanto aquí interesa, lo siguiente: «La oferta pública de adquisición...deberá sujetarse a las siguientes condiciones: (...) d) El precio ofrecido deberá ser un precio equitativo, pudiéndose ponderar para tal determinación, entre otros criterios aceptables, los que se indican a continuación: d.1) Valor patrimonial de las acciones, considerándose a ese fin un estado contable especial de retiro de oferta pública y/o cotización; d.2) Valor de la compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables; d.3) Valor de liquidación de la sociedad; d.4) Cotización media de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de retiro, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado; d.5) Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones, en el supuesto que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición respecto de las mismas acciones o emitido nuevas acciones según corresponda, en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de retiro» (art. 24, citada Resolución General).

B) Particularidades en las tracking stocks

Teniendo en cuenta lo dicho, es natural que la valuación de las tracking stocks no necesariamente deba coincidir con el valor general de la compañía o de las otras acciones. Ello no sólo porque puede tener características especiales sino porque las particularidades sectoriales podrían arrojar un precio diferente.

Más allá de algunas variables analíticas que se tienen en cuenta a la hora de la valuación de acciones (según los porcentajes que se valúen, ya que no es lo mismo un porcentaje reducido que no permite ejercer derechos básicos como la convocatoria a asamblea u oposición a aprobación de la gestión, que un porcentaje que potencie el voto acumulativo o aun el que permita el control —también conocido como prima de control—), lo cierto es que la valuación de las tracking stocks debe tener necesariamente en cuenta el rendimiento individual que tiene el sector.

En efecto, puede ocurrir que la empresa haya generado significativas ganancias generales, haya incrementado su patrimonio y que no obstante la acción sectorial no haya tenido resultado alguno (o los resultados no sean acordes con el crecimiento general de la empresa). O incluso que en una posible liquidación de la sociedad, el porcentaje de liquidación depende no tanto de su porcentaje general en el capital social sino del valor neto de realización de cada uno de los activos que integran la rama de la actividad vinculada con la acción sectorial.

Por ello, la incorporación de este tipo de título en la sociedad no sólo produce una variación en la forma de valuación de este tipo específico de títulos (acciones sectoriales) sino de todas las otras acciones de la sociedad, ya que la posible diferenciar en la valuación de la acción sectorial (v.gr., porque el flujo de fondos es diferente, porque la cuota de liquidación es mayor que el porcentaje accionario o incluso porque el rubro sectorial que realiza la sociedad se encuentra en alza) irradia sus efectos a la valuación de cada una de las otras acciones (ordinarias, preferidas, etc.).

Dicho en términos más sencillos: una mayor valoración de las acciones sectoriales puede, aunque no necesariamente, importar una disminución en el valor de las otras acciones (como así también a la inversa, una menor valuación de las sectoriales podría generar, según el caso, una mayor para otras acciones).

En síntesis: las pautas de valuación de una compañía con acciones sectoriales y de las mismas acciones sectoriales no pueden desatender los resultados específicos que generan los distintos segmentos de la actividad.

XI. DERECHOS DE LAS TRACKING STOCKS

La acción sectorial, como clase de acción que es, puede contar con una serie de derechos diferenciados a los de las otras acciones (ordinaria, preferidas, etc.).

Cuando General Motors, con motivo de la adquisición de Hughes Aircraft Company, emitió tracking stocks (Clase E y Clase H) se establecieron algunas cuestiones puntuales: (i) se generó una opción para los adquirentes de recibir acciones de esta clase o directamente acciones ordinarias; (ii) los accionistas sectoriales tenían los mismos derechos de voto y en caso de liquidación el producido de cada bien se recibía en función del porcentaje, independientemente del valor relativo del segmento de la actividad traccionada; (iii) incluso se generó una opción de canje por acciones ordinarias.

La otra estructuración (USX) planteaba variantes: (i) diferencias de voto, pero no de manera fija sino que derivaban del valor relativo del mercado de las clases de

acciones; (ii) prohibición de disponer de activos relacionados con la actividad sectorial sin el consenso de los accionistas sectoriales; (iii) los accionistas sectoriales, aun sin tener control de la compañía, podían tener cierta influencia en orden a la administración de los activos afectados; (iv) la cuota de liquidación dependía del valor de los activos liquidables (en función de un índice que se fija al efecto).

Más allá de las previsiones corrientes que suelen pactarse en las clases de acciones, es claro que —en función de la libertad de los accionistas— se pueden pactar una serie de cuestiones vinculadas no sólo con el funcionamiento societario sino también con el segmento específico de la actividad.

En este punto, el texto ordenado de la Comisión Nacional de Valores expresamente impone a las sociedades cotizadas describir los derechos, preferencias y restricciones atribuidas a cada clase de acciones, incluyendo: (i) derecho a dividendos, incluyendo la fecha límite en que el derecho a cobrar dividendos prescribe y una indicación de la parte a cuyo favor este derecho opera; (ii) derechos de voto, incluyendo si los directores pueden presentarse para la reelección en períodos sucesivos y el impacto de tal disposición cuando se permita o requiera el voto acumulativo; (iii) derechos a participar en las utilidades de la emisora; (iv) derechos para participar en cualquier excedente en el caso de liquidación; (v) disposiciones para el rescate; (vi) disposiciones para un fondo de rescate de acciones; (vii) responsabilidad por otras compras de acciones por parte de la emisora; (viii) cualquier disposición discriminatoria contra cualquier tenedor existente o futuro de tales acciones como resultado de la tenencia, por tal tenedor, de una cantidad sustancial de acciones.

Más allá de la confusa redacción del último punto (vii, en realidad punto X.b.3 de las referidas normas), contiene una cierta previsión que permite «discriminar» resultado de una cantidad sustancial de acciones y, por qué no, de un cierto segmento de la actividad societaria.

Como puede verse, las clases de acciones requieren, en cierto modo, la determinación del régimen de dividendos (que en las tracking stocks deberá estar vinculado a ciertos parámetros parciales de resultado y tomando ciertas bases para la determinación concreta de las ganancias del segmento empresario que representan), de los derechos de voto (teniendo en cuenta lo dicho anteriormente sobre el tema de acciones ordinarias o preferidas, y no descartando que una acción sectorial pueda, a la vez, ser preferida), el número de directores que puede elegir cada clase (lo que, a nuestro juicio, podría incluir un director que —en alguna medida y sin perjuicio de la tutela del interés societario— represente los intereses de dicha clase de accionistas o incluso la designación de ciertos gerentes o posiciones estratégicas en orden al desarrollo de la actividad sectorial); el régimen de participación en las utilidades (conforme pautas especialmente establecidas en el estatuto social) como así también la participación en la liquidación (que como ocurrió en Estados Unidos perfectamente podría diferenciar según el valor de los activos afectados a la actividad específica); financiamiento en caso de rescate de acciones (que podría sólo abarcar a las tracking stocks o a cada una de las clases) y cualquier otra disposición que pudiera entenderse como razonable.

XII. ELECCIÓN DE DIRECTORES EN TRACKING STOCKS

El mecanismo establecido para elección de directores por clase de acciones ha sido expresamente legitimado en el art. 262, LSC.

A) Clases de acciones para la elección

Esta norma señala que cuando existan diversas clases de acciones (como son las sectoriales) el estatuto puede prever que cada una de ellas elija uno o más directores, a cuyo efecto reglamentará la elección, y que la remoción se hará por la asamblea de accionistas de la clase, salvo los casos de los artículos 264 y 276.

Este tema ha sido analizado en el derecho estadounidense con motivo del voto acumulativo⁽⁶⁰⁾. La creación de clases accionarias —que importan una clasificación del directorio («classifying the board»)— es un modo de distribuir el poder de los accionistas. La mayoría accionaria puede utilizarla para clasificar una y oprimir el derecho de votar acumulativamente; la mayoría puede modificar el estatuto para crear nuevas clases de acciones que permiten a ellos elegir una mayor proporción de directores que los que puedan ser elegidos mediante votación acumulativa⁽⁶¹⁾.

El caso paradigmático en Estados Unidos fue «Humphrey v. Winous Co.»⁽⁶²⁾. Fue resuelto por la Suprema Corte de Ohio en 1956⁽⁶³⁾ y en lo esencial se determinó la compatibilidad entre el voto acumulativo y las clases de acciones, ambos contemplados en el Revised Code (section 1701.58 y 1701.64, respectivamente). La Suprema Corte revocó la decisión de la Court of Appeals que declaró inválida la clasificación de acciones y señaló que la norma que contempla el voto acumulativo sólo garantiza a los accionistas minoritarios el derecho de votar acumulativamente y no necesariamente garantiza el efectivo ejercicio de tal derecho para elegir una representación minoritaria en el directorio⁽⁶⁴⁾. Además, como dato fáctico cabe señalar que la clasificación era de un directorio de tres miembros en tres clases, conteniendo un director cada clase.

En este caso se marcó específicamente la diferencia con el famoso caso «Wolfson v. Avery»⁽⁶⁵⁾, ya que en este último caso citado se había resuelto un conflicto entre una norma constitucional y una legal y no como en «Humphrey» en la que el conflicto estaba entre dos provisiones legales.

⁽⁶⁰⁾ MOLINA SANDOVAL, C. A., *Voto acumulativo en las sociedades comerciales*, Editorial Lexis-Nexis Depalma, Buenos Aires (2007), p. 289.

⁽⁶¹⁾ SALOMON, L. D. y PALMITER, A. R., *Corporations. Examples and explanations*, 2.^a edición, Little, Brown and Company, p. 185.

⁽⁶²⁾ El texto completo del fallo puede consultarse en: HAMILTON, R. W., *Cases and materials on corporation. Including partner ships and limited partnerships*, St. Paul, Minn., West Publishing co., 1976, p. 352.

⁽⁶³⁾ «Humphrey v. Winous Co.», 133 N.E. 2d 780 (Ohio 1956).

⁽⁶⁴⁾ Debe señalarse que el fallo no fue unánime, sino que contó con las disidencias de Weygant y Hart

⁽⁶⁵⁾ «Wolfson v. Avery», 126 N.E. 2d 701 (Ill. 1955).

Entre otros argumentos señaló que la mayoría accionaria tiene muchas posibilidades de limitar o eliminar el voto acumulativo (suprimiendo el instituto en los ordenamientos en el cual el voto acumulativo es permisivo, removiendo los directores elegidos por la minoría, reduciendo su número). Además señala que de otro modo se produciría la aniquilación de las previsiones referentes a la clasificación de acciones porque cualquier clasificación sería necesariamente una restricción o condicionamiento en la efectivización del voto acumulativo y ninguna sociedad puede avalar el privilegio de la clasificación.

Además se ha señalado que el conflicto entre el voto acumulativo imperativamente constitucional y la práctica constitucional de crear clases de acciones con diferentes derechos de votos ⁽⁶⁶⁾.

B) Requisitos

Con relación a los requisitos derivados del art. 262, 1.^{er} párr., LSC, se ha dicho que la proporcionalidad no es regla legal ni principio que se deduzca de regla legal alguna ⁽⁶⁷⁾. Si se rescata la orientación marcada por el fin del instituto y necesidad de una interpretación como la que se propicia, es claro que la regla de la proporcionalidad impediría la aplicación útil a muchos casos en los que resultaría necesario. Los mayores puntos de equilibrio entre los poderes, facultades y obligaciones de los accionistas no surgen de las reglas mecánicas o de arquitectura simétrica y cristalizada de la ley, sino de concurrentes y determinantes razones de cada situación particular ⁽⁶⁸⁾.

Además, ALEGRÍA ha señalado que agrupadas las acciones con derecho a voto en la elección del directorio (las ordinarias en todos los casos y las preferidas a las que se les otorgue esa facultad), una clase no puede tener un número de directores tal que, comparativamente, signifique, respecto de la cantidad de acciones, una proporción mayor a cinco con relación a cualquiera de las otras cosas, y dentro del conjunto.

Igualmente, el art. 16, del texto ordenado de las normas de la CNV, bajo el acápite «Privilegios especiales de los accionistas», expresamente regula la cuestión diciendo que no podrá atribuirse a una categoría determinada de acciones el privilegio de proponer, elegir o que sus poseedores sean elegidos miembros del directorio en proporción mayor al capital con derecho a voto que representen, salvo la existencia de acciones con voto plural.

Como una pauta de liberación de la cuestión, el art. 8 de dicho régimen legal señala que si los titulares de alguna clase de acciones no se encontraran presentes los directores o síndicos correspondientes a esa clase serán elegidos por la asamblea general, salvo disposición en contrario del estatuto.

⁽⁶⁶⁾ CLARK, Ch. R., *Corporate law*, Little, Brown and Company, 1986, Second printing, p. 365, quien cita el caso «Diamond v. Parkersburg-Aetna Corp.», 122 S.E. 2d 436 (W. Va. 1961). En este caso la corte falló en favor de la permisión de distintas clases de acciones.

⁽⁶⁷⁾ ALEGRÍA, H., *Elección de directores por clase o categorías de acciones*, LL 1980-C, p. 868.

⁽⁶⁸⁾ ALEGRÍA, *Elección de directores por clase o categorías de acciones*, cit., p. 868.

XIII. AFECTACIÓN DE DERECHOS DE LAS TRACKING STOCKS

El art. 250, LSC, señala que cuando la asamblea deba adoptar resoluciones que afecten los derechos de una «clase de acciones», se requiere el consentimiento o ratificación de esta clase, que se prestará en asamblea especial regida por las normas de la asamblea ordinaria.

Este tema ha sido suficiente tratado en otra oportunidad⁽⁶⁹⁾, sin perjuicio de establecer aquí algunas pautas sustanciales para la adecuada interpretación de la norma.

A) Delimitación conceptual del giro legal

Es importante determinar qué significa que se afecten los derechos de una clase. El precepto no apunta a la defensa de meros intereses⁽⁷⁰⁾ sino que debe estar afectado un derecho (y no una mera prerrogativa o interés de grupo⁽⁷¹⁾); implica un menoscabo o gravamen a la situación jurídica del socio en la sociedad⁽⁷²⁾. No requiere de variación sustancial o importante, por lo que la simple o mínima afectación bastará para encuadrar en este supuesto, incluso la afectación en forma indirecta⁽⁷³⁾.

La determinación de la afectación de los derechos de una clase de acciones debe realizarse en el caso concreto, ya que es dificultoso prever (anticipadamente) todos los supuestos puntuales que pueden engastar en la norma.

No se trata de amparar ningún interés individual en particular, sino que debe tratarse de un *derecho* corporativamente reconocido a una clase de acciones, con prescindencia de quiénes puedan ser los titulares de las mismas⁽⁷⁴⁾. El interés individual se verá afectado en la medida que se afecte a todos los integrantes de la clase de acciones (independientemente de que ciertas decisiones pueden afectar más algunos que a otros).

Se ha exigido que no sólo se desconozca un derecho sino que se origine un perjuicio para la clase de que se trate (pues en caso contrario no sería más que una

⁽⁶⁹⁾ MOLINA SANDOVAL, C., *Asamblea especial y clase de acciones*, La Ley, ejemplar del 19 de noviembre de 2007, p. 1/6.

⁽⁷⁰⁾ HALPERÍN, I. y OTAEGUI, J. C., *Sociedades anónimas*, Depalma, 2.ª edic., 1998, p. 729.

⁽⁷¹⁾ SASOT BETES & SASOT, *Asambleas*, cit., p. 558.

⁽⁷²⁾ Ver: FAVIER DUBOIS (H), E. M., *Clases de asambleas de sociedades por acciones*, «Doctrina Societaria y Concursal», mayo 1989, t. II, p. 12.

⁽⁷³⁾ ZALDÍVAR, E.; MANÓVIL, R. M.; RAGAZZI, G. E. y ROVIRA, A. L., *Cuadernos de derecho societario*, Ed. Abeledo-Perrot, Bs. As., 1975, t. II, 2.ª parte, p. 336.

⁽⁷⁴⁾ SASOT BETES, M. A. y SASOT, M. E., *Sociedades Anónimas. Las asambleas*, Ábaco, Bs. As. 1978, p. 559. Y agrega: «Así, por ejemplo, nadie negaría que una decisión de la asamblea general reduciendo del siete al cinco por ciento el interés reconocido a favor de una clase de acciones preferidas, engendra un real perjuicio patrimonial para los tenedores de esta clase de acciones. En cambio, si la asamblea redujera de cinco a tres votos reconocidos a una clase de acciones, esta reducción si bien no se traduciría en una disminución patrimonial, no por ello dejaría de ser una modificación importante, pues además de desconocer un derecho de los accionistas en cuestión, entrañaría pérdida de mando y de poder de decisión en las asambleas».

declaración dogmática, lo que no armoniza con la practicidad de los actos de comercio⁽⁷⁵⁾. La aclaración es innecesaria, pues el desconocimiento de un derecho (de clase) importa el perjuicio y por ello la «afectación» de un derecho. Es fundamental valorar si el desconocimiento del derecho tiene proyecciones patrimoniales o políticas, pero esta valoración debe hacerse teniendo en cuenta que en caso de duda el quebrantamiento de lo acordado societariamente puede importar un perjuicio.

La excepción (y natural limitación) podría derivar del ejercicio abusivo de los integrantes de una clase de acciones que no brindan su consentimiento con la finalidad desviada de perseguir otros intereses (societarios o extrasocietarios).

B) Afectación a todos los accionistas

Es obvio, pues así surge de la inteligencia de la norma, que una decisión societaria que afecte los derechos de todos los accionistas por igual (aun cuando por ello afecte los derechos de una clase de acciones) no engasta en el precepto y no será menester acreditar el consentimiento o ratificación de cada clase de acciones en estos casos. Se trata de una decisión que afecta a todos los accionistas y el consentimiento no se otorgará en asamblea especial sino en la asamblea general.

De todas formas, puede existir una decisión asamblearia que afecte a todos los accionistas por igual, pero que esta afectación pueda tener una especial incidencia en una clase de acciones. Vale decir, pese a la igualdad formal de todos los accionistas, no habría igualdad sustancial.

Suprimir un derecho o prerrogativa a todos los accionistas no puede entenderse como una afectación de los derechos de clase; pero dicha supresión puede tener una obvia connotación en el ejercicio de otros derechos especiales. Con ello, aun cuando la afectación sea igualitaria no lo será en sus efectos (relacionados con otros derechos conexos).

Por otro lado, si en lugar de «afectar» los derechos de una clase de acciones, se «mejoran» sus derechos (sin menoscabar otros derechos o prerrogativa) tampoco será menester la conformidad de la clase de acciones⁽⁷⁶⁾. En cierto modo, aun cuando se realice la mejora, la valoración deberá realizarse de la situación jurídica general de la clase de acciones involucrada en la decisión.

Si la «mejora» de un derecho de la clase de acciones (o de todos los accionistas) se realiza —en forma conjunta— con la «afectación» de otro, se requerirá necesariamente la conformidad de la clase de acciones afectada. En este sentido se ha fallado

(75) SASOT BETES & SASOT, *Asambleas*, cit., p. 559.

(76) «Cuando la cláusula estatutaria reformada mejora la situación de los accionistas de voto plural, resulta innecesaria la convocatoria a una asamblea especial que sólo es legalmente exigible cuando se afecten derechos de los accionistas. Pero el mejoramiento en los derechos de los titulares de acciones de voto plural no puede ir en detrimento de los titulares de acciones de voto plural, pues si eso sucediera, resultaría necesaria la convocatoria a una asamblea especial, con la sola participación de estos últimos» (RICHARD, E. H. Y MUIÑO, O., *Derecho societario*, Astrea, Bs. As., 2003, p. 474).

señalando que cuando la cláusula estatutaria mejora la situación de los accionistas de una clase, resulta innecesaria la convocatoria a asamblea especial, que solo es legalmente exigible cuando se afectan derechos de los accionistas, salvo cuando el mejoramiento en los derechos de los accionistas de esa clase va en detrimento de los que corresponden a otros accionistas, pues si eso sucediera resultaría necesaria la convocatoria a una asamblea especial, con la sola participación de éstos⁽⁷⁷⁾.

C) Evaluación de la afectación

La evaluación sobre la afectación de los derechos no puede realizarse en forma global (y analizando la situación jurídica general de la clase accionaria), sino que deberá priorizarse la voluntad de la clase en cuanto al interés relacionado con algunos derechos puntuales. La afectación de un derecho puntual (más allá de las otras ventajas realizadas) deberá requerir la conformidad de la clase afectada.

Cabe compartir lo señalado respecto de que aun cuando se tratara de deliberar sobre derechos de categoría, si éstos ya han sido adquiridos por los socios, la deliberación de la asamblea especial estaría viciada de nulidad. En efecto, la adquisición del derecho lo incorpora a la esfera de la decisión individual del socio. Es decir que la mayoría no puede disponer de él, ni de aun el interés de la sociedad, dado que para su derogación sería necesario el consentimiento de cada uno de los socios en forma expresa, en uso de la facultad de disponer, en concreto, de sus derechos irrenunciables⁽⁷⁸⁾.

D) Conflicto de intereses

Se ha debatido con relación al posible conflicto que puede existir entre el interés social y el interés de los accionistas que integran la categoría de acciones. Se ha dicho que una decisión de asamblea especial que no acceda a una alteración de los derechos de la clase, aun cuando pudiera argumentarse que ha sido tomada en contra del interés social, sería inatacable, a menos que pudiésemos entrar a discutir acerca del abuso del poder de la clase, en perjuicio del resto de los accionistas⁽⁷⁹⁾.

En cierto modo el interés social importa el interés común de los socios, que es el que se ha plasmado en el estatuto. El interés social importa, en primer lugar, el cumplimiento del contrato social y de la ley. Si se afecta el interés de los socios incumpliendo con el contrato social (más allá de las pérdidas que ello puede generar a la sociedad) no puede decirse que la decisión de la clase pueda afectar el interés social.

(77) C2Apel., Civ. y Com., Paraná, 26-11-90, «Jarolslavsky, A. J. c. Osías Jarolsavsky y Cia. SA, s/sumario».

(78) ALEGRÍA, H. y PINTOS DE CASTELLANOS, M. T., *Asambleas especiales: extensión y límites de su competencia*, Primer Congreso de Derecho Societario, Depalma, 1979, p. 199.

(79) ALEGRÍA y PINTOS DE CASTELLANOS, *Asambleas especiales: extensión y límites de su competencia*, cit., p. 199.

El estatuto social es el primer delimitante del interés social y debe respetarse, ya que —en cierto modo— fundamentó las pautas de constitución, incorporación o participación en la sociedad.

E) Venta de activos o contratos para la administración de activos

Si bien usualmente la cuestión relativa a la venta de activos (o la administración o contratos relacionados con los activos por los cuales se perciba un porcentaje de los ingresos) podría resultar aprobados solamente por el directorio (pues forma parte de las competencias naturales) lo cierto es que el art. 72, dec. 677/2001, expresamente reguló la cuestión dotando de competencia a la asamblea ordinaria. Textualmente señala que en las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones corresponde a la asamblea ordinaria resolver, además de los asuntos mencionados en el artículo 234 de la Ley n.º 19.550 y sus modificaciones, los siguientes:

a) La disposición o gravamen de todo o parte sustancial de los activos de la sociedad cuando ello no se realice en el curso ordinario de los negocios de la sociedad.

b) La celebración de contratos de administración o gerenciamiento de la sociedad. Lo mismo se aplica a la aprobación de cualquier otro pacto por el cual los bienes o servicios que reciba la sociedad sean remunerados total o parcialmente con un porcentaje de los ingresos, resultados o ganancias de la sociedad, si el monto resultante es sustancial habida cuenta del giro de los negocios y del patrimonio social.

En el caso puntual de las tracking stocks pensamos que la asamblea ordinaria (aun cuando cuente con las mayorías legales exigidas por la LSC) no podría disponer o gravar en todo o en parte los activos de la sociedad que generen los potenciales rendimientos o utilidades sectoriales. Dicho acto, más allá de la ausencia de previsión contractual en este sentido, no podría ser validado sin una asamblea especial que la refrende en los términos del art. 250, LSC.

Igualmente, cuando se celebren contratos tendientes a la administración o gerenciamiento de dicha área de la actividad (si el administrador percibiera un ingreso proporcionado con las utilidades del segmento de la actividad).

XIV. RESPONSABILIDAD DEL DIRECTORIO

Las variedades de temas que pueden presentarse en torno a las tracking stocks son claramente indefinidas y sólo pueden analizarse en relación concreta con cada uno de los diversos institutos societarios. Uno de los temas que mayor relevancia tiene —y que no puede ser ignorado por la doctrina— se relaciona con la responsabilidad de los administradores societarios en orden a los perjuicios causados no ya a la sociedad en su conjunto sino a una determinada clase de acciones sectoriales.

Quizás uno de los trabajos más interesantes sobre el tema sea el de Jeffrey J. HASS, en el que analiza los posibles conflictos que se suscitan entre los accionistas sectoriales (tracking stockholders) y los otros accionistas⁽⁸⁰⁾.

Básicamente analiza la cuestión desde distintos enfoques, tales como la localización de las decisiones directoriales (teniendo en cuenta que ciertos negocios pueden incluso abarcar o extenderse a varias clases de acciones sectoriales). Las decisiones de invertir en uno o en otros segmentos existiendo distintas acciones sectoriales puede disparar efectos diferentes en orden a la valuación de las acciones «linked» (vinculadas) con las actividades en las que se invierte. Incluso la decisión de no invertir en algunas actividades y en otras sí puede ser tomada como un mensaje remitido a la comunidad financiera.

También señala que la promoción de ciertas actividades puede requerir esfuerzos de lobby, contribuciones societarias a la comunidad o incluso actividades políticas que pueden estar en conflicto con otras actividades. Para ello, el directorio debe tomar una decisión de no promover ciertas actividades que si bien beneficiarían a una clase de accionistas paralelamente perjudicarían a otros.

Otro de los posibles conflictos en que se encuentran los directores está relacionada con la política y decisiones respecto de los dividendos societarios, ya que pueden existir ciertas actividades societarias que pudieran requerir del natural efecto financiador de la no distribución de utilidades. En ciertos casos, y a los efectos de erogar los dividendos generados, la compañía debe recurrir a un cierto financiamiento (con los costos que ello acarrea).

También analiza el autor citado la realización de transacciones y operaciones entre las distintas actividades de la sociedad que originan tracking stocks. Ejemplos de ciertas posibles injusticias se relacionan con la extensión del crédito que un segmento del negocio reciba con respecto a otro; la venta de activos de un negocio para el otro y la «adquisición» (*latu sensu*) de mercaderías, servicios o conocimientos técnicos que un segmento pudiera realizar a otro. En este punto, señala que muchas sociedades con acciones sectoriales han optado por establecer una política de directorio que requiere que cualquier transacción interna (entre distintos segmentos de acciones sectoriales) debe ser conducida solamente como si se tratara de partes independientes («arm's-length»), aclarando que los préstamos internos (entre distintos sectores) deben ser sólo realizados mediante el pago de intereses.

Ratifica la aplicación de la «Business Judgment Rule», con cierta equivalencia a nuestro estándar de responsabilidad del «buen hombre de negocios» (art. 59, LSC). Es claro, y así lo ratifica en sus conclusiones, que las decisiones y políticas empresariales en las acciones sectoriales (tracking stocks) deben ser aprobadas por directores que sean desinteresados (y más aún, no tengan conflictos de intereses) en el contexto de los segmentos sectoriales en cuestión. Sus decisiones deben basarse en una aproximación que requiere una cuidadosa evaluación de los beneficios y riesgos que tiene cada

⁽⁸⁰⁾ HASS, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, cit., p. 2089.

alternativa de inversión. Deben ser tomadas en un contexto de usuales tomas de decisiones de acciones previamente consideradas y evitando o previniendo cualquier proteccionismo o favoritismo al desarrollo de un sector. Finalmente, concluye, debe ser justo y razonable para todas las partes involucradas en orden a toda la información del directorio⁽⁸¹⁾.

La cuestión en nuestro país suele tener algunos matices ya que resulta difícil desbrozar el interés societario en intereses puramente sectoriales. Es claro que cuando una decisión favorece de manera proporcionada a todas las clases de tracking stock ningún conflicto entre los distintos accionistas, por cuanto el beneficio es para todos.

Pero podría ocurrir que ciertas decisiones empresarias sólo beneficien a una determinada actividad y no a otras actividades. ¿Puede un director perjudicar con su política a ciertos accionistas más allá de que la sociedad (como entidad unitaria) se ha visto claramente beneficiada? ¿Debe tomar necesariamente decisiones de manera equilibrada entre los distintos sectores de la sociedad? ¿O acaso puede tomar durante un cierto tiempo decisiones que sólo beneficien a un sector aun en desmedro de la rentabilidad de otros sectores? ¿Cuáles son los límites o alcances que las decisiones del órgano de administración deben contener? ¿Hasta qué punto una decisión, pese a no beneficiar a ciertas acciones sectoriales, puede ser considerada igualmente como un reflejo del buen hombre de negocios?

El trabajo antes citado deja traslucir un enfoque analítico, en lo que a la responsabilidad se refiere, muy razonable, pues equipara implícitamente ciertos ejes de razonamiento a algo a lo que, si bien la doctrina no ha podido resolver profundamente, sí es más conocido para los que deambulan por el derecho comercial. Este enfoque permite equiparar el rol del director de una tracking stock company con el mismo rol en un grupo societario (en el que no existen ya diversas actividades sino directamente diversas sociedades o entes ideales).

Por ello, pensamos que el proyecto de reforma del art. 54 (del Anteproyecto de Reforma del Régimen Societario del año 2004) —y que ha sido receptado por los países más avanzados en lo que a legislación societaria respecta— que textualmente señala que en la ejecución de una política empresarial en interés del grupo es admisible la compensación de los daños con los beneficios recibidos o los previsibles provenientes de la aplicación de una política grupal, en un plazo determinado, siempre que las desventajas a compensar no pongan en riesgo la solvencia o la viabilidad de la sociedad afectada.

Si ello es aplicable a esquema de políticas grupales parece razonable aceptar, al menos provisionalmente, algunos de los esquemas de razonamiento que surgen de esta posibilidad de compensar eventuales políticas contrarias a los intereses de las acciones sectoriales.

⁽⁸¹⁾ HASS, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, cit., p. 2177.

JURISPRUDENCIA

PÓLIZA DE CRÉDITO: NULIDAD POR ERROR DE HECHO Y RESTITUCIÓN DE LAS PRESTACIONES

CELIA MARTÍNEZ ESCRIBANO

Profesora Titular de Derecho Civil

RESUMEN

La STS de 12 de noviembre de 2010 resuelve sobre un supuesto de error como vicio del consentimiento en una póliza de crédito que da lugar a la anulación del contrato. Son dos las cuestiones que centran la atención de la sentencia: 1) el error en la estimación de una cartera de valores que sirvió como garantía pignoratícia del crédito, y que fue causado por la propia entidad de crédito de forma involuntaria a la otra parte del contrato; 2) la dificultad de llevar a cabo la restitución de las prestaciones y que lleva en el caso concreto, y atendidas las circunstancias del caso, a admitir la sustitución parcial de la obligación de entrega de dinero por la entrega de bienes adquiridos con el dinero procedente del crédito, separándose de la jurisprudencia en relación con esta cuestión.

Palabras clave: Error, vicio del consentimiento, anulación del contrato, restitución de las prestaciones, jurisprudencia.

ABSTRACT

The STS 12th November 2010 decides about a case of misrepresentation in a credit policy that give rise to the nullity of the contract. There are two main questions in the judgment: 1) the misrepresentation in the valuation of a portfolio of values that served as a pignorative guarantee for the credit and was caused involuntarily by the bank to the other party to the contract; 2) the difficulty in the restitution in this case. According to the circumstances, a partial substitution of the duty of rendering money to the duty of giving the assets acquired with the money is recognized by the Court, contrary to the jurisprudence in this matter.

Key words: Misrepresentation, vice of consent, avoidance of the contract, restitution, jurisprudence.

COMENTARIO A LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO
(SALA DE LO CIVIL, SECCIÓN 1.ª) DE 12 DE NOVIEMBRE DE 2010
(SENTENCIA 695/2010)

FUNDAMENTOS DE DERECHO

“**Primero.**—1.º Don Pedro heredó una cartera de valores. Al residir en España la traspasó a su cuenta en el Banco de Valencia, siendo la entidad autorizada para la subcustodia el Banco francés BNP.

2.º La dirección del Banco de Valencia comunicó a D. Pedro que el valor aproximado de la cartera de valores heredada giraba en torno a los 4 ó 5 millones de euros. En este momento, el demandante y su esposa realizaron una serie de disposiciones a crédito, puesto que Banco de Valencia les concedió un crédito, ampliando otro que los demandantes ya tenían. Este nuevo crédito fue garantizado por medio de la pignoración de los valores, que por consejo del propio Banco, aún no se habían realizado.

3.º Al intentar realizar una parte de la cartera, los demandantes recibieron un extracto de la cuenta, en la que la valoración pasaba a ser de 2.749.000 € a 2.749 €.

4.º Después de diversas reclamaciones, los demandantes recibieron una carta del Banco francés dirigida al Banco de Valencia, cuyo texto es el siguiente:

“a continuación de nuestra conversación telefónica, y en relación con el detalle de posiciones que figuran dentro de sus cuentas de valores con nosotros a nombre de don Pedro [...], les informamos que desde el inicio de la actividad este cliente, les hemos estado informando erróneamente de determinadas posiciones y del valor de mercado de las mismas. Los valores que estamos informando incorrectamente son: *FR0000974933 y *FR0000031370. Esta circunstancia se ha debido a un error nuestro en el momento de dar de alta los valores en nuestra base de datos, y abonar los títulos en la cuenta del cliente. Esta circunstancia produce que les enviemos erróneamente el número de títulos, así como el valor real de los mismos en el informe mensual. Asimismo y como consecuencia de lo expuesto anteriormente a cada

pregunta o solicitud de información, recibimos de ustedes, sobre estos valores, respondemos erróneamente al realizar la consulta nuestro sistema. Finalmente esta incidencia se detecta al intentar vender la posición correspondiente al ISIN FR 0000974933. Les rogamos se sirvan disculpar las molestias ocasionadas por este error”.

5.º El Banco de Valencia cerró la cuenta de crédito el 13 diciembre 2003.

6.º Los demandantes, titulares de la cuenta, habían realizado unos gastos extraordinarios contando con el valor de la cartera. El error en la valoración de la cartera heredada y la posterior contratación de la póliza de crédito ocasionó unos perjuicios que los demandantes valoran en 230.114,43 €.

7.º D. Pedro y su esposa D.ª Amalia demandaron a Banco de Valencia y a BNP Paribas pidiendo que se declarara la nulidad de la póliza de crédito de 24 mayo 2004 y que se les indemnizara por los daños y perjuicios ocasionados por el incumplimiento de las obligaciones derivadas de la llevanza del registro contable de los valores de la cartera y por la información incorrecta suministrada sobre su valor.

Contestaron la demanda el Banco de Valencia quien formuló reconvencción, y BNP. Banco de Valencia alegó que el error había sido cometido por el Banco francés BNP y formuló reconvencción en la que pedía que se declarara la validez de la póliza de crédito y que se condenara a los demandantes/reconvenidos a la devolución del préstamo con sus intereses.

BNP se opuso la demanda alegando que los demandantes no eran los únicos herederos de la cartera de valores por lo que conocían o podían conocer dicho valor real al haber firmado la correspondiente liquidación de la herencia y haber pagado los impuestos correspondientes.

8.º La sentencia del juzgado de 1.ª instancia núm. 8 de Madrid, de 7 noviembre 2005, estimó en parte la demanda y en parte la reconvencción. Argumentó; a) respecto de la nulidad de la póliza de crédito, dijo que de las

pruebas practicadas se deducía que el consentimiento prestado estaba viciado de error, lo que invalidaba dicha póliza si bien no afectaba a la anterior, otorgada el 24 mayo 2002; b) el error es imputable a las entidades financieras del cual es ajeno el actor, porque éste no tiene que conocer el vocabulario y códigos de identificación utilizados por dichas entidades, lo que sí deberían conocer los demandados por su profesión; c) respecto de la reconvencción, señaló que la cantidad que se reclamaba en la demanda reconvenccional se basaba en que la póliza es nula, pero ello no significa que se tenga derecho a percibir la cantidad que se le adeudaba como consecuencia de una póliza de préstamo anterior que no se veía afectada por la declaración de nulidad de la posterior, y d) requiriéndose la prueba de los daños y perjuicios ocasionados, se rechazaban los pedidos tanto por la demandante como por la demandada reconvenccional, por la falta de prueba.

9.^º Ambos litigantes recurrieron la anterior sentencia, que fue confirmada por la dictada por la Audiencia Provincial de Madrid, sección octava, de 19 enero 2007. En ella se señala lo siguiente: a) “resulta evidente que existe un error común de los contratantes que vició el mutuo consentimiento prestado por ambos a la hora de suscribir la póliza de 26 mayo 2003, [...], porque ambas partes creyeron de buena fe que el Sr. Pedro había heredado a causa de la defunción de su padre una cartera de valores tasada en 4.644.634,97 €. Dicho error no afectó a la póliza suscrita el 24 mayo 2002, pero sí a la de 26 mayo 2003 que novó la anterior”; b) “[...]el vicio de consentimiento común prestado fue mutuo con las consecuencias anulatorias[...]”; c) respecto de los daños y perjuicios reclamados, la sentencia recurrida entiende que no se ha probado el lucro cesante reclamado. Por todo lo anterior confirma la sentencia recurrida.

10.^º Banco de Valencia presenta recurso de casación, en base al artículo 477.2,2 LEC, que fue admitido por auto de esta sala de 17 febrero 2009.

Segundo.—Primer motivo. Se denuncia la aplicación indebida de los artículos 1265 y 1266 CC, en cuanto a la declaración de error que produce la nulidad de la póliza de crédito. Debe determinarse si estaba viciado el consen-

timiento del demandante al formalizar la póliza de crédito cuya nulidad se pide, que era una ampliación del crédito anteriormente formalizado y que la sentencia no invalida por ser de fecha anterior a los actos que crearon el vicio consentimiento. La deficiente información facilitada por el Banco francés sobre el valor de la cartera no afecta a la sustancia de la cosa objeto del contrato, puesto que la disponibilidad del dinero durante un plazo determinado es lo que constituye el objeto claro de una póliza de crédito. Añade el recurrente que la sentencia está considerando como términos jurídicos lo que sólo son motivos o presupuestos objetivos para la contratación.

El motivo se desestima.

Dice el Art. 1266 CC que “para que el error invalide el consentimiento debe recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo”. La doctrina ha venido sosteniendo que el error consiste en una representación equivocada de la realidad que produce la realización de un acto jurídico que de otra forma no se hubiese llevado a cabo o se hubiese realizado en otras condiciones. En muchas sentencias, que pueden resumirse en la de 11 diciembre 2006, se ha exigido que para que el error pueda invalidar el consentimiento, con el efecto de que produzca la anulación del contrato en el que concurre, “[...]es preciso, además, que el error no sea imputable al interesado, en el sentido de causado por él —o personas de su círculo jurídico—, [...], y que sea excusable, entendiéndose que no lo es cuando pudo ser evitado por el que lo padeció empleando una diligencia media o regular, requisito éste que no consta expresamente en el Código civil, pero lo viene exigiendo la jurisprudencia como un elemental postulado de buena fe [...]”.

La determinación de la base fáctica para identificar o no la concurrencia de error corresponde al juzgador a quo, quien ha determinado que en el presente caso el error sufrido “no solo fue sustancial sino que, además, fue también excusable y debe anular el consentimiento prestado”. Y ello debe ser así, porque a diferencia de lo que afirma el recurrente, la contratación de la póliza de crédito fue inducida por el valor atribuido a concretos valores,

que no se ajustaban a la realidad y el propio banco recurrente no fue ajeno a ello cuando aceptó como garantía de la póliza de crédito la pignoración de dichos valores.

Tercero.—Segundo motivo. Se denuncia la indebida aplicación del artículo 1303 CC. Dice el recurrente que la sentencia no hace mención de las consecuencias la nulidad. El artículo 1303 CC establece la restitución in natura de las cosas que han sido objeto del contrato, de modo que la única solución posible a una declaración de nulidad de la póliza es la devolución del importe dispuesto por virtud del crédito. En conclusión, la consecuencia natural por aplicación del artículo 1303 CC no puede ser otra que la restitución de todo el saldo dispuesto como consecuencia de crédito anulado, es decir, el importe de cierre de cuenta, por lo que hay que mantener la condena por la parte de crédito no anulada, pero no de las cosas que se adquirieron por los demandados en la reconvencción.

El motivo se desestima.

Las razones de la desestimación del motivo merecen una explicación previa para mejor comprensión.

Los demandantes habían pedido que en ejecución de sentencia, se dedujera del importe de los daños y perjuicios reclamados, la suma adeudada por los propios demandantes, consistente en 129.617,99 €, “y el tiempo y la forma en que mis mandantes deben entregar a los demandados los bienes adquiridos con fondos procedentes de la póliza de crédito que figuran en el hecho tercero (en realidad, cuarto), letras a), b) y c)”. En la reconvencción, el Banco de Valencia pidió que se condenara a los demandantes/reconvenidos al pago de 138.478,21 €, con sus intereses. La sentencia del Juzgado de 1.^a Instancia mezcló ambas peticiones y al estimar en parte la reconvencción, condenó a los demandados al pago de 51.507,94 €, y a “[...] la devolución a dicha entidad de los bienes que se relacionan en el hecho cuarto (aunque se dice tercero por error) bajo las letras a, b y c”. Esta sentencia fue confirmada en todos sus términos por la ahora recurrida. Es por ello que en el presente recurso el Banco reconviniente pide que se case esta decisión.

Cuarto.—La declaración de nulidad de un contrato por la concurrencia de un vicio de la voluntad produce la consecuencia de la restitución de lo que cada parte haya recibido de la otra por razón de las obligaciones creadas. Además, puede ocurrir que haya lugar a la reclamación de indemnizaciones, según las circunstancias que han provocado la nulidad. Pero lo que deben restituirse las partes es lo que los contratos han proporcionado a los contratantes o su equivalente monetario, sin que opere en ningún caso la subrogación real, que es lo que pretende el demandante/reconvenido y acordó la sentencia recurrida al confirmar la de 1.^a Instancia. Todo ello, según explica la sentencia de 23 junio 2008, porque “si a consecuencia del negocio jurídico declarado nulo hubo entrega de cosa de una parte a otra o por ambas recíprocamente, debían restituirse las mismas in natura y, si no es posible, su equivalente económico con los frutos e intereses que se hayan producido”.

La finalidad de esta regla, según la jurisprudencia, es “que las personas afectadas vuelvan a tener la misma situación personal y patrimonial anterior al efecto invalidador, evitando el enriquecimiento injusto de una de ellas a costa de la otra” (STS de 23 junio 2008 y las allí citadas).

Lo que pretenden los reconvenidos es una dación en pago de una parte de la deuda generada por la anulación del segundo contrato de préstamo y ello no resulta posible sin la aceptación del acreedor, de acuerdo con lo dispuesto en el Art. 1166 CC.

Esta es la doctrina general, pero deben ponderarse las circunstancias concurrentes en este caso concreto, puesto que el Banco recurrente debería indemnizar por haber provocado el error en el demandante, que llevó a declarar la nulidad del contrato, cosa que no se ha admitido en la sentencia ahora recurrida únicamente por el Banco de Valencia, porque el demandante no ha recurrido en casación y se ha conformado con dicha sentencia. Condenar al Banco a indemnizar constituiría una reformatio in peius no aceptable jurídicamente. Esta situación procesal impide a la Sala estimar el motivo segundo del recurso de casación.

Quinto.—...”.

SUMARIO

- I. LA PROBLEMÁTICA SUSCITADA.
 - II. EL ERROR COMO VICIO DEL CONSENTIMIENTO.
 - 1. **El error esencial**
 - 2. **El error excusable**
 - III. LAS CONSECUENCIAS DE LA ANULACIÓN DEL CONTRATO: RESTITUCIÓN DE LAS PRESTACIONES E INDEMNIZACIÓN DE DAÑOS Y PERJUICIOS.
 - IV. VALORACIÓN FINAL.
-

I. LA PROBLEMÁTICA SUSCITADA

El primero de los Fundamentos de Derecho detalla con claridad los hechos que dieron lugar al planteamiento de la demanda y los sucesivos recursos de apelación y casación. Sintetizando estos hechos, y centrando la atención en el conflicto y desavenencias que dieron lugar al litigio, bastaría con decir que los demandantes, Don Pedro y Doña Amalia, titulares de una póliza de préstamo, obtuvieron una ampliación de la misma a través de un nuevo crédito de la misma entidad, el Banco de Valencia, gracias a la pignoración de unos valores que Don Pedro había heredado, y cuyo valor aproximado se cifraba en torno a los 4 ó 5 millones de euros. Sin embargo, posteriormente se constató un error en relación con la cartera de valores heredada, de modo que su valoración resultaba ser muy inferior a la inicialmente estimada. Este error es el que motivó la anulación de la póliza de crédito.

El error, en este caso, afectó a ambas partes contratantes. La cartera de valores que había heredado Don Pedro se encontraba inicialmente en el banco francés BNP, pero al residir en España la traspasó a su cuenta en el Banco de Valencia, siendo la entidad francesa la autorizada para la subcustodia. Fue BNP quien comunicó tanto a Don Pedro como al Banco de Valencia una valoración errónea de la cartera de valores. Así se constata a través de una carta que la entidad francesa envió posteriormente al Banco de Valencia, en la que se reconocía haber estado informando erróneamente sobre el número de títulos y su valor real (Fundamento de Derecho Primero, n.º 4).

A la vista de este error, el Banco de Valencia cerró la cuenta de crédito. A continuación, Don Pedro y Doña Amalia solicitaron la anulación de la póliza de crédito con base en el error como vicio del consentimiento, pero además, y dado que habían realizado unos gastos extraordinarios confiando en el valor de la cartera, consideraban haber sufrido unos perjuicios que habrían de ser resarcidos. Por todo ello, interpusie-

ron una demanda pidiendo que se declare la nulidad de la póliza y la responsabilidad solidaria de BNP y el Banco de Valencia por los daños y perjuicios causados. El Banco de Valencia formuló reconvencción pidiendo que se declarase la validez de la póliza y se condenara a Don Pedro y Doña Amalia a devolver el importe del préstamo más sus intereses, lo que a su juicio se cifraba en la cantidad de 138.478,21 euros más los intereses de demora al tipo pactado en la póliza de crédito.

La sentencia dictada en primera instancia declaró la nulidad de la póliza por error en el consentimiento, pero estimó parcialmente la demanda reconvenccional, condenando a Don Pedro y Doña Amalia a entregar los bienes adquiridos con el dinero que obtuvieron del crédito y a pagar la cantidad de 51.705,94 euros más los intereses y comisiones, correspondientes a la póliza de préstamo inicialmente suscrita, distinta de la posteriormente anulada por vicio del consentimiento, que era una ampliación de la primera póliza de préstamo, no viciada de error en el consentimiento. Los daños y perjuicios que reclamaban los demandantes no se consideraron probados, por lo que la petición fue desestimada. Esta sentencia se confirmó posteriormente en apelación, y así las cosas, el Banco de Valencia interpuso el recurso de casación que dio lugar a la sentencia que ahora se comenta.

II. EL ERROR COMO VICIO DEL CONSENTIMIENTO.

En el caso que nos ocupa, se produjo un error en la estimación de una cartera de valores heredada por uno de los demandantes, Don Pedro, y posteriormente depositada en el Banco de Valencia. El error fue cometido por la entidad francesa BNP, que comunicó al Banco de Valencia que los valores ascendían a más de 4 millones de euros cuando su importe real era muy inferior. A su vez, el Banco de Valencia dio traslado de esta información errónea a Don Pedro. En principio, y hasta aquí, el error carecería de trascendencia jurídica. Lo que ocurre es que sobre la base de esa información errónea, es decir, sobre la base de una falsa representación de la realidad, Don Pedro y Doña Amalia deciden solicitar una ampliación de la póliza de crédito que tenían suscrita con el Banco de Valencia, y éste accede a la ampliación del crédito garantizando la operación con la pignoración de los valores, también bajo la errónea convicción de que los valores pignorados tenían una valoración muy superior a la real.

De acuerdo con esto, la primera cuestión que se plantea en la sentencia consiste en determinar si este error puede ser considerado vicio del consentimiento y, como tal, dar lugar a la anulación de la póliza de crédito. En realidad, tal y como matiza la sentencia, debe distinguirse entre la inicial póliza de crédito y la ampliación posterior, y el error como vicio del consentimiento sólo concurre en la ampliación, pero no en el crédito inicialmente concedido, por lo que no puede afectar a éste la anulación. Esta puntualización deberá ser tenida en cuenta posteriormente, al tratar el problema de la restitución de las prestaciones.

Centrándonos en el análisis del error y su consideración como vicio del consentimiento, la sentencia considera que nos encontramos ante un error que cumple con los requisitos del art. 1266 CC, es decir, se trata de un error esencial, y además, como viene exigiendo la jurisprudencia, es un error excusable, tal y como sostuvo el juez de

primera instancia, a quien corresponde determinar la base fáctica para identificar o no la concurrencia del error. Veamos detenidamente cada uno de estos requisitos del error.

1. El error esencial [LXN1]

El carácter esencial del error aparece reconocido en el art. 1266 CC, al establecer que “para que el error invalide el consentimiento, deberá recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo”. El art. 1266 CC ofrece dos alternativas para entender que hay un error esencial: error en la sustancia y error sobre las condiciones, es decir, un error que recae sobre aquellos motivos que principalmente impulsaron a la celebración del contrato⁽¹⁾. Es en este segundo caso ante el que nos encontramos en la sentencia comentada.

En este sentido, tal y como viene afirmándose en la jurisprudencia, el error será sustancial o esencial cuando “recaiga sobre las condiciones de la cosa que principalmente hubieran dado motivo a la celebración del contrato, o, en otros términos, que la cosa carezca de alguna de las condiciones que se le atribuyen, y precisamente de la que de manera primordial y básica motivó la celebración del negocio atendida la finalidad de éste”⁽²⁾.

No es posible que el error en cualquier circunstancia que constituyera un motivo para la celebración del contrato permita impugnarlo por vicio del consentimiento. Es necesario que el error recaiga sobre condiciones o cualidades de la cosa que constituyen la causa principal o determinante del contrato. No pueden tenerse en cuenta los motivos meramente subjetivos, sino sólo los que de manera principal o fundamental hayan motivado la celebración del contrato, es decir, los que hayan sido determinantes para prestar el consentimiento⁽³⁾.

En relación con esta cuestión, la sentencia que ahora se comenta entiende que “la contratación de la póliza de crédito fue inducida por el valor atribuido a concretos valores, que no se ajustaban a la realidad y el propio banco recurrente no fue ajeno a ello cuando aceptó como garantía de la póliza de crédito la pignoración de dichos valores”. Recordemos que la cartera de valores sobre la que se produjo el error de hecho constituyó la garantía pignoratícia de la nueva póliza de crédito, que era una ampliación de la anterior. Teniendo en cuenta los riesgos que comportan las operaciones crediticias, y el papel esencial que juegan las garantías en este ámbito, puede comprenderse que el error en la estimación de la cartera de valores constituye un error esencial, pues esa errónea valoración motivó que Don Pedro y Doña Amalia solicita-

(1) DE CASTRO Y BRAVO, F., «De nuevo sobre el error en el consentimiento», *ADC*, tomo 41, núm. 2, abril-junio de 1988, p. 421.

(2) Entre otras, SSTS, Sala 1.ª, de 17 de julio de 2006 (RJ 2006\6379), 12 de noviembre de 2004 (RJ 2004\6900), 24 de enero de 2003 (RJ 2003\1995), 12 de julio de 2002 (RJ 2002\7145).

(3) En este sentido, DE CASTRO Y BRAVO, F., cit. p. 437.

ran la ampliación del crédito y que el Banco de Valencia concediera dicha ampliación. No cabe duda de que, en caso de haberse conocido el valor real, probablemente ni se hubiera solicitado la ampliación del crédito por parte de Don Pedro y Doña Amalia —al menos en los términos en que se solicitó—, ni se hubiera concedido una ampliación de esta entidad, a falta de garantía suficiente. Por ello, en contra de lo argumentado por el recurrente en casación, para quien la deficiente información suministrada por BNP sobre el valor de la cartera no afecta a la sustancia de la cosa objeto del contrato, ha de estimarse más correctamente, tal y como hace la STS de 12 de noviembre de 2010, que hay error esencial porque la contratación de la póliza de crédito vino motivada por un valor erróneo atribuido a los valores, que además fueron pignorados como garantía del crédito.

2. El error excusable

No obstante, y a pesar de que el art. 1266 CC tan sólo exige que el error sea esencial, la doctrina y la jurisprudencia estiman necesaria además la concurrencia de otro requisito: la excusabilidad del error. En relación con esta cuestión, se contraponen dos ideas de error⁽⁴⁾. La primera es una noción subjetiva, basada en la voluntad, conforme a la cual todo error esencial vicia la voluntad, y por tanto, impide que nazca el vínculo contractual. En consecuencia, debe reconocerse a quien lo padece el derecho a impugnar el contrato. Este entendimiento fue inicialmente acogido por los diferentes ordenamientos. Pero tal noción de error comporta graves inconvenientes por sus negativas consecuencias para el tráfico jurídico, generando inseguridad y atentando contra el principio de conservación del contrato y la buena fe. La confianza legítima generada en la otra parte del contrato merece ser protegida, y por este motivo se considera que el solo error, aunque sea sustancial, no puede dar lugar en todo caso a la posibilidad de anular el contrato a instancia de quien ha padecido el error. Ha de atenderse además al comportamiento tanto de quien yerra como de la otra parte del contrato. De este modo, comienza a exigirse por parte de nuestra jurisprudencia⁽⁵⁾, por razones de equidad, que el error, además de esencial, sea excusable, a pesar del silencio del Código Civil con relación a este último elemento. Se considera que no es digno de protección quien haya incurrido en error por su propia culpa. El error es inexcusable cuando pudo ser evitado por la parte que lo padece empleando una diligencia normal, y es excusable cuando no podría evitarse ni siquiera con dicha diligencia. Sólo

(4) En este sentido, MORALES MORENO, A. M., «De la excusabilidad a la imputabilidad en el error», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, tomo 29, 1990, pp. 61 y ss.; DE CASTRO Y BRAVO, F., cit., pp. 403 y ss. y p. 435; OLIVA BLÁZQUEZ, F., «Error en la contratación de un producto financiero atípico de alto riesgo. Comentario a la SAP de Soria de 12 febrero 2004 (AC 2004, 186)», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 13, 2004, p. 220; DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., «Algunas reflexiones en torno a la excusabilidad y reconocibilidad del error en los contratos», *ADC*, tomo 50, núm. 3, julio-septiembre de 1997, pp. 1226 y ss.

(5) Pueden citarse, entre otras muchas, las SSTS, Sala 1.^a, de 12 julio 2003 (RJ 2003\7145), 30 septiembre 1999 (RJ 1999\7003), 3 marzo 1994 (RJ 1994, 1645), 18 febrero 1994 (RJ 1994\1096).

entonces el error puede invalidar el contrato; los principios de responsabilidad, protección de la buena fe y seguridad del tráfico jurídico exigen este entendimiento de las cosas.

En otros ordenamientos, para paliar las consecuencias negativas que comporta una noción de error que únicamente requiere su carácter esencial para invalidar el contrato se ha exigido, en lugar de que el error sea excusable, que el error sea reconocible. De acuerdo con este requisito, carece de protección jurídica el error secreto e ignorado⁽⁶⁾.

Los requisitos de la excusabilidad y la cognoscibilidad del error cumplen una función similar. Como indica DE CASTRO Y BRAVO⁽⁷⁾, “uno y otro tratan de evitar que la impugnación por error de un contrato tenga consecuencias que choquen con la equidad y el buen sentido. Repugna dar eficacia anulatoria de los contratos al error grosero e injustificable; lo mismo ocurre con el error oculto, desconocido e insospechado”. Pero se trata de requisitos diferentes, y así, siguiendo a este autor, podemos encontrar casos en que el error es reconocible pero no excusable y viceversa. La excusabilidad centra la atención en la conducta de quien sufre el error, de manera que si no ha obrado diligentemente y por este motivo ha incurrido en error, no merece protección y el contrato ha de tenerse por válido. La cognoscibilidad atiende a la situación de quien recibe la declaración, y según haya podido advertir el error o no, se permite a la otra parte impugnar la validez del contrato o se le priva de tal facultad.

En cualquier caso, y al margen de cualquier debate sobre si el error ha de ser excusable o reconocible⁽⁸⁾, lo cierto es que en nuestro ordenamiento, a través de la función que cumple la jurisprudencia complementando el ordenamiento jurídico (art. 1.6 CC), se exige que junto a la esencialidad del error aludida en el art. 1266 CC concurra su carácter excusable.

Como hemos visto, la excusabilidad va ligada a la idea de culpa, y del mismo modo a como ocurre en otros ámbitos del ordenamiento, el grado de diligencia exigible para determinar si el error es excusable o inexcusable varía en función de que el sujeto sea o no un profesional⁽⁹⁾. Es decir, cuando quien contrata es un perito o profesional del sector, se le exigirá un nivel de diligencia superior que cuando se trate de una persona inexperta. Tal circunstancia encuentra su reflejo en la sentencia que ahora se comenta. La cartera de valores cuya estimación fue errónea pertenecía a Don Pedro, e incluso BNP pretendió que el error de éste le resultara imputable porque, en su condición de heredero de la cartera de valores, Don Pedro conocía o podía conocer su

⁽⁶⁾ DE CASTRO Y BRAVO, F., cit., p. 431.

⁽⁷⁾ Cit., pp. 434 y 435.

⁽⁸⁾ Sobre esta cuestión, MORALES MORENO, A. M., cit., pp. 63 y 64; DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., cit., pp. 1246 y ss.

⁽⁹⁾ OLIVA BLÁZQUEZ, F., cit., p. 223; DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., cit., pp. 1233 y ss., y la jurisprudencia que ambos autores citan.

valor real, al haber firmado la liquidación de herencia y pagado los impuestos correspondientes. Sin embargo, frente a estos argumentos, la sentencia dictada en primera instancia estimó que el error sólo lo padecieron Don Pedro y Doña Amalia, siendo por otra parte imputable a las entidades financieras. El actor, según indica esta sentencia, no tiene que conocer el vocabulario y códigos de identificación utilizados por dichas entidades, lo que sí deberían conocer los demandados por su profesión.

Respecto de este entendimiento, resulta cuestionable, no obstante, el hecho de que se considere que el error es imputable a las dos entidades financieras. Una cosa es que el error venga causado por las dos entidades financieras, y otra distinta que les sea imputable, lo que hace referencia a una idea de culpa. En este sentido, la sentencia de apelación difiere de la anterior en cuanto que estima que existe un error común de los contratantes que vició el mutuo consentimiento prestado por ambos al suscribir la póliza, porque ambas partes creyeron de buena fe que el Sr. Pedro había heredado de su padre una cartera de valores tasada en 4.644.634,97 euros. En realidad, parece más acertada esta postura porque si bien el Banco de Valencia indujo a Don Pedro y Doña Amalia a un error, al comunicarles una valoración distinta de la real, este mismo error fue padecido por la entidad bancaria como consecuencia de la conducta de BNP, y lo único que hizo fue trasladar su propio error a sus clientes.

Ciertamente, se puede decir que el error padecido por Don Pedro y Doña Amalia vino motivado o provocado por parte del otro contratante⁽¹⁰⁾. Y en aquellos casos en que el propio destinatario de la declaración ha provocado con su conducta el error, aun cuando lo haya hecho sin dolo o culpa, se considera que su interés en la conservación del negocio no puede ser digno de protección⁽¹¹⁾. En el supuesto que nos ocupa, como hemos dicho, fue el Banco de Valencia el que comunicó la valoración errónea a Don Pedro, confiado a su vez por la información errónea suministrada por BNP. No llega a ser un supuesto de dolo, puesto que no hubo una intencionalidad maliciosa de engañar a la otra parte del contrato, sino que la propia entidad francesa erró al suministrar la información sobre la cartera de valores, y este error se trasladó al Banco de Valencia y a Don Pedro y Doña Amalia, confiando todos ellos en la exactitud y certeza de unos datos que, sin embargo, no se ajustaban a la realidad. En términos de imputabilidad, y por tanto de culpa o falta de diligencia, ésta sólo se puede atribuir a BNP, quien tenía en su poder los datos de la información suministrada. Tanto el Banco de Valencia como Don Pedro y Doña Amalia confiaron en la información errónea de BNP, pero además, en el caso de los demandantes, no cabe ninguna duda de que no se les puede imputar el error porque ni siquiera les resulta exigible el mismo grado de diligencia que a las entidades financieras, por su condición de personas inexpertas en el sector, tal y como hemos visto en líneas anteriores.

(10) Sobre esta cuestión, en un caso similar, OLIVA BLÁZQUEZ, F., cit., p. 224.

(11) DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., cit., pp. 1238 y ss.

En definitiva, nos encontramos ante un error que debe permitir a la parte que lo padece invalidar el contrato. Siguiendo a MORALES MORENO ⁽¹²⁾, en nuestra jurisprudencia, el error que invalida el consentimiento se ajusta a tres reglas: 1.^ª) en principio, cada contratante debe soportar las consecuencias de su error, y sólo excepcionalmente obtendrá protección, cuando el error sea esencial y excusable; 2.^ª) si el error es imputable a quien lo invoca, él tiene que soportar las consecuencias; 3.^ª) si el error se debe a maquinaciones dolosas (supuesto de dolo y no de error) o a la confianza provocada por las afirmaciones o la conducta del otro contratante, debe servir para invalidar el contrato.

En relación con esta última regla, la defectuosa información acerca de las bases fácticas sobre las que opera el contrato es un criterio que ha de tenerse en cuenta al ordenar el reparto del riesgo en el contrato, y así, el error excusable puede ser aquél que se origina por una defectuosa información de la otra parte contratante. Por tanto, no sólo la culpabilidad o diligencia de quien padece el error ha de ser criterio determinante para decidir sobre la subsistencia del contrato. Y tal confianza debe entenderse que está justificada cuando el contratante profesional o experto suministra al inexperto la información inexacta ⁽¹³⁾. Esto es precisamente lo que ocurre al contratarse la póliza de crédito con la garantía pignoraticia de la cartera de valores.

Efectivamente, las tres reglas que se acaban de mencionar concurren en el caso resuelto por la STS de 12 de noviembre de 2010. Se trata de un error esencial y excusable, pues Don Pedro y Doña Amalia actuaron con la diligencia media exigible, habida cuenta de su condición de inexpertos en este terreno. Este error, además, procedía de la otra parte del contrato, el Banco de Valencia, que suministró una información errónea de la cartera de valores, al cifrarla muy por encima de su valor real, provocando con ello que los demandantes decidieran ampliar la póliza de crédito. Pero aunque el error procedió de la otra parte del contrato, tampoco parece que le sea imputable al Banco de Valencia en términos de culpabilidad o falta de diligencia, pues en realidad era únicamente la entidad francesa BNP la que tenía en su poder los datos y proporcionó la información errónea. De ahí que, en cierto modo, y como entendió la sentencia dictada en apelación, se trató de un error común de ambas partes contratantes de la póliza de crédito.

Aunque la apreciación del error como vicio del consentimiento ha de entenderse de una manera restrictiva, en este caso ha de apreciarse la concurrencia de tal vicio, porque además de ser un error sustancial no pudo ser advertido por quien lo padeció empleando la diligencia exigible, e incluso vino motivado por la otra parte del contrato, que suministró una información errónea acerca del importe al que ascendía la cartera de valores del demandante.

(12) Cit., pp. 68 y 69. Es también de interés, por su relación con el caso que nos ocupa, la referencia que hace el autor en las pp. 69 y ss. a SSTS que aprecian error como vicio del consentimiento por la confianza generada por la otra parte del contrato.

(13) En este sentido, MORALES MORENO, A. M., «Comentario a la sentencia de 18 de febrero de 1994», *CCJC*, núm. 35, abril-agosto de 1994, pp. 628 y ss.

III. LAS CONSECUENCIAS DE LA ANULACIÓN DEL CONTRATO: RESTITUCIÓN DE LAS PRESTACIONES E INDEMNIZACIÓN DE DAÑOS Y PERJUICIOS

Anulado el contrato por la concurrencia de un vicio del consentimiento, la consecuencia inmediata es la restitución de las prestaciones y, en su caso, la indemnización de los daños y perjuicios producidos. No obstante, también en este punto existía una divergencia entre la postura de los demandantes y la de los demandados. Don Pedro y Doña Amalia entendían que el importe que debían restituir era el correspondiente a las cantidades dispuestas de la póliza de crédito, es decir, 129.617,99 euros, pero además reclamaban una indemnización por daños y perjuicios que estimaban en 230.114,43 euros. A la vista de esta situación, y probablemente porque carecían de liquidez suficiente para hacer frente a la restitución, pretendieron en primera instancia y en apelación que la cantidad debida se dedujera de la indemnización que, a su juicio, tenían derecho a percibir. Además, a efectos de restitución, planteaban la posibilidad de entregar los bienes adquiridos con fondos procedentes de la póliza de crédito.

Por su parte, el Banco de Valencia reclamaba en su reconvención la cantidad de 138.478,21 euros más los intereses de demora.

Debe recordarse que en este caso existía una póliza de crédito que posteriormente fue ampliada, pero el vicio del consentimiento afectó únicamente a la ampliación y no al crédito inicial. Por tanto, y como reconoce la sentencia dictada en primera instancia, la restitución ha de alcanzar únicamente a la ampliación del crédito, pero no a la póliza anterior.

De acuerdo con todo esto, la sentencia dictada en primera instancia y confirmada en apelación condenó a Don Pedro y Doña Amalia a pagar al Banco de Valencia la cantidad de 51.705,94 euros más los intereses y comisiones, y la devolución de una serie de bienes, desestimando la petición de indemnización de daños y perjuicios formulada por los demandantes por entender que no habían quedado acreditados.

El Banco de Valencia recurrió en casación porque rechazaba que debiera recibir en concepto de restitución de su prestación una serie de bienes. A su juicio, su derecho a efectos restitutorios alcanzaba al saldo dispuesto como consecuencia del crédito anulado, es decir, al dinero entregado, pero no los bienes adquiridos con ese dinero. Es decir, no creía que la restitución debiera realizarse mediante la entrega de bienes y un importe que asciende a 51.705,94 euros, sino que sólo debía recibir dinero, aunque eso sí, en una cuantía muy superior, alcanzando a todo el saldo del que dispusieron Don Pedro y Doña Amalia.

Para resolver el problema relativo a cómo llevar a cabo la restitución de las prestaciones, la STS de 12 de noviembre de 2010 toma como punto de partida la doctrina jurisprudencial, y después atiende a las particularidades del caso concreto.

En términos generales, el Tribunal Supremo viene manteniendo, y así lo refleja la sentencia ahora comentada, que las partes han de restituirse “lo que los contratos han proporcionado a los contratantes o su equivalente monetario”, porque lo que persigue la restitución es “que las personas afectadas vuelvan a tener la misma situación perso-

nal y patrimonial anterior al efecto invalidador, evitando el enriquecimiento injusto de una de ellas a costa de la otra”. Es decir, la anulación del contrato supone la negación de cualquier efecto derivado del mismo, y aquellos que se hayan producido se deben hacer desaparecer mediante la restitución de las prestaciones, creando una situación idéntica a la que existía antes de haberse celebrado el contrato, o lo que es lo mismo, volviendo a la situación anterior al contrato, como si éste nunca hubiera existido. Por este motivo, la restitución debe hacerse de las mismas cosas que las partes se hayan entregado en virtud del contrato, y no otras. Sólo si esto no fuera posible cabría la restitución mediante el equivalente económico de la prestación, pero lo que no parece admitirse es que la restitución de dinero se sustituya por la restitución de bienes. A fin de cuentas, siempre que es posible la entrega de bienes es posible también la entrega de una cantidad de dinero, porque aquellos bienes se pueden traducir en dinero mediante su venta.

De acuerdo con todo lo anterior, en el caso concreto, la restitución debería traducirse en la devolución del dinero percibido por Don Pedro y Doña Amalia, pero no la entrega de los bienes adquiridos con ese dinero. Por tanto, no procedería esta segunda alternativa, a pesar de que era lo que pretendían Don Pedro y Doña Amalia y reconocieron las sentencias dictadas en primera instancia y en casación.

Además, como indica la STS objeto de este comentario, la sustitución del dinero por bienes sería una dación en pago de parte de la deuda generada por la anulación de la ampliación del crédito. Y para que la dación en pago pueda operar, es precisa la aceptación del acreedor (art. 1166 CC).

Es decir, y ahondando en esta idea, la anulación del contrato da lugar al nacimiento de una obligación de restitución de las prestaciones, que en el caso de Don Pedro y Doña Amalia se concreta en una obligación de entregar una cantidad de dinero. De acuerdo con los requisitos de identidad e integridad de la prestación, el acreedor tiene derecho a recibir exactamente el contenido de la obligación y no otro, aunque puede conformarse, si quiere, con una prestación distinta. Nos encontraríamos entonces ante un supuesto de dación de pago, pero para que se extinga la obligación es imprescindible el consentimiento del acreedor en recibir algo distinto de lo inicialmente acordado⁽¹⁴⁾. Y en el caso concreto, el acreedor, es decir, el Banco de Valencia, no ha aceptado la sustitución del dinero por bienes, por lo que en principio, según parece, Don Pedro y Doña Amalia no podrían llevar a cabo la restitución de la prestación entregando algo distinto de lo que en su día percibieron, es decir, el dinero.

No obstante, siendo ésta la doctrina general y la solución que en principio debería darse al supuesto que nos ocupa, lo cierto es que el Tribunal Supremo se separa de este entendimiento de las cosas, atendidas las circunstancias concurrentes en el caso concreto. A juicio del Tribunal, además del deber de restitución del dinero existiría un claro deber de indemnización de los daños y perjuicios por parte del Banco de Valencia, que fue quien provocó el error en Don Pedro y Doña Amalia, llevando a estos a

⁽¹⁴⁾ Por todos, LACRUZ BERDEJO, J. L., *Elementos de Derecho Civil II. Derecho de Obligaciones*, volumen primero, Dykinson, Madrid, 2007, pp. 154 y ss.

solicitar una ampliación de crédito que en otro caso no hubieran pedido. Sin embargo, esta indemnización no fue reconocida ni en primera instancia ni en apelación, y no puede reconocerse en casación porque los demandantes no han recurrido la sentencia de la Audiencia que negaba el derecho a la indemnización. Un reconocimiento en este sentido por parte del Tribunal Supremo constituiría un supuesto de *reformatio in peius*, absolutamente prohibido en nuestro ordenamiento.

Por tanto, si el Tribunal Supremo hubiera podido reconocer el derecho a la indemnización, lo cual resulta vedado en este caso por motivos procesales, Don Pedro y Doña Amalia no tendrían que hacer frente al pago en dinero pretendido por el Banco de Valencia, o al menos no en todo su importe, aliviándose notablemente su situación. En definitiva, los perjudicados por el error habían sido Don Pedro y Doña Amalia, que resultaban también perjudicados con la anulación del contrato y la restitución de la prestación. Tratándose de un crédito concedido por el Banco, tanto el cumplimiento del contrato como la restitución de las prestaciones comportaban para Don Pedro y Doña Amalia la obligación de entregar el dinero percibido. Pero en el caso de anularse el contrato, el derecho a una indemnización de daños y perjuicios de quien padeció el error supondría un cambio importante en la situación, en la medida en que permitiría al menos reducir, cuando no suprimir, la gravosa situación de tener que hacer frente a la devolución de todo el dinero percibido, que posiblemente se ha gastado.

Posiblemente por este motivo, el Tribunal Supremo decide mantener la sentencia dictada en apelación, a pesar de la consolidada doctrina jurisprudencial que llevaría a rechazar una condena de entrega de bienes en sustitución del dinero percibido. Esta solución permite mitigar la gravosa situación en que quedarían Don Pedro y Doña Amalia y además se conjuga perfectamente con la necesidad de evitar un enriquecimiento injusto, porque a fin de cuentas han percibido una cantidad de dinero del Banco de Valencia con la que han adquirido una serie de bienes, y con la restitución de las prestaciones deben quedar en la misma situación en que se encontraban con anterioridad a la celebración del contrato y, por tanto, antes de haber adquirido esos bienes.

Esta última decisión del Tribunal Supremo es quizás la que despierta un mayor interés en esta sentencia, por cuanto decide separarse de la jurisprudencia consolidada en base a las circunstancias del caso concreto argumentando su decisión a fin de conciliar todos los intereses en conflicto. La solución a la que se llega de este modo es posiblemente la más equitativa y equilibrada para el caso que nos ocupa: se procede a la restitución de las prestaciones, y aunque no se llegue a indemnizar los daños y perjuicios producidos a Don Pedro y Doña Amalia por el error que han padecido, se permite que la restitución se lleve a cabo mediante entrega de bienes, lo que mejora la posición de aquellos en detrimento de los intereses del Banco de Valencia, que ha quedado liberado, por otra parte, del pago de la indemnización pese a tratarse de un error que él mismo había causado a la otra parte. Y además, al entregarse los bienes adquiridos con el dinero procedente de la póliza de crédito, Don Pedro y Doña Amalia vuelven a la situación anterior a la celebración del contrato, evitándose el enriquecimiento injusto.

En relación con esta decisión final contenida en la sentencia, hemos de recordar que la Sala 1.^a no está vinculada por su propia jurisprudencia y, así, puede separarse de

ella siempre que lo argumente razonadamente⁽¹⁵⁾, tal y como hace en los términos que se acaban de exponer. A falta de este razonamiento argumentado, se podría apreciar una vulneración a los principios constitucionales de interdicción de la arbitrariedad, seguridad jurídica e igualdad ante la ley, en especial este último principio, puesto que impone que un mismo órgano judicial no puede aplicar un mismo precepto de forma distinta en casos sustancialmente iguales. Solo con una fundamentación suficiente y razonada es posible que el Tribunal Supremo se aparte de su doctrina jurisprudencial. En el caso concreto, la falta de indemnización por los motivos ya explicados se configura como el argumento razonado y suficiente que lleva a la Sala 1.^a a separarse de la jurisprudencia relativa a la restitución de las prestaciones. El Tribunal Supremo, en este caso, no está creando normas jurídicas, función que como sabemos tiene vedada, sino que únicamente está interpretando las normas, tanto las contenidas en el Código Civil como los principios generales del Derecho. Y en base a todo ello adopta la solución al caso que resulta más acorde con el ordenamiento jurídico y que supone separarse del modo en que habitualmente viene resolviendo la Sala 1.^a sobre la restitución de las prestaciones, pero ello se hace en atención a las particulares circunstancias que concurren en el caso.

IV. VALORACIÓN FINAL

La STS de 12 de noviembre de 2010 resuelve acertadamente sobre una difícil y comprometida cuestión, como es separarse de la jurisprudencia consolidada en relación con el modo en que ha de procederse a la restitución de las prestaciones. En el caso concreto, la restitución venía motivada por la anulación de una póliza de crédito que había sido solicitada por los demandantes en base a una información errónea proporcionada por la entidad bancaria. Es decir, el error había sido motivado por la otra parte del contrato. Pero la imposibilidad de reconocer su derecho a una indemnización por razones de índole procesal colocaba a los demandantes en una posición especialmente gravosa, lo que justifica en el caso concreto que se flexibilice a favor de éstos el entendimiento sobre el modo en que han de restituirse las prestaciones, pero sin que ello pueda llegar a traducirse en un enriquecimiento injusto, pues deben quedar en la misma situación económica que tenían antes de la póliza de crédito. Por ello, en lugar de condenarles al pago de la totalidad del dinero dispuesto, se permite que la restitución se realice parcialmente con dinero y parcialmente entregando los bienes adquiridos con parte de aquel dinero. En definitiva, se trata de una solución que atiende a las circunstancias del caso concreto e, interpretando y aplicando las normas del ordenamiento jurídico, adopta la decisión que mejor se ajusta a ellas, aun cuando ello suponga separarse de la jurisprudencia de la Sala 1.^a

(15) Sobre esta cuestión, cfr. más ampliamente LACRUZ BERDEJO, J. L., *Elementos de Derecho Civil I. Parte General*, volumen primero, Dykinson, Madrid, 1998, pp. 176 y ss.

NOTICIAS

1. DEROGACIÓN DE LA OPA OBLIGATORIA EN LA OPERACIÓN INTRAGRUPPO

La *Autorité des Marchés Financiers* francesa (AMF) ha emitido una decisión en su sesión de 6 de enero de 2011 por la que exime del deber de formular una OPA obligatoria al Grupo Familiar Hermès SARL, alegando como causa el tratarse de una operación intragrupo que no altera el control sobre Hermès Internacional (Caso Hermès Internacional, núm. 211C0024, Euronext París), de la que nos parece oportuno dar reseña de su contenido⁽¹⁾.

La Autoridad Financiera resuelve la controversia entre el accionista de control (Grupo Familiar Hermès) y el accionista minoritario a favor del primero, argumentando que la constitución de un holding mayoritario por los miembros del «grupo familiar» debe considerarse una simple reestructuración, que vendría a justificar una derogación de la obligación de depósito obligatorio de una OPA en el caso de que estos últimos actuaran en concierto, en el sentido del artículo L. 233-10 *Code de Commerce* y ya se viniese controlando con anterioridad el conjunto de la sociedad cotizada.

I. Posición del solicitante:

El grupo familiar Hermès SARL y sus sociedades filiales detentan, de forma directa e indirecta, a 30 de noviembre de 2010, el 62,85% en el capital de Hermès Internacional y el 71,86% de los derechos de voto de dicha sociedad. El Grupo solicita de la AMF que le exima de la obligación de depositar un proyecto de OPA sobre las acciones de la sociedad Hermès Internacional, comprometiéndose a cambio a realizar las siguientes operaciones:

- La transmisión de una parte de las acciones de Hermès a un holding, que detendrá el 50% del capital y de los derechos de voto de la sociedad.
- La instauración de un derecho prioritario de adquisición a favor del holding sobre las acciones de Hermès Internacional que no han sido transmitidas inicialmente.

En consecuencia, después de que estas operaciones se hubiesen materializado (hacia el 1 de febrero de 2011), el holding habrá superado el umbral de 1/3 en el capital y en los derechos de voto de Hermès Internacional, hecho que le colocará en la obligación de depositar un proyecto de oferta pública sobre las acciones de Hermès Interna-

(1) Véase *Droit de Sociétés Cotées*. Junio de 2011, p. 364 y ss.

cional, conforme señala el art. 234-2 del *Règlement General AMF*⁽²⁾. No obstante, los demandantes han solicitado que la Autoridad Financiera les exima de esta obligación, en base al artículo 234-9, 7.º del *Règlement General AMF*, que prevé la posibilidad de derogar la obligación de presentar OPA cuando «la operación pueda ser considerada como una reestructuración entre sociedades o personas que pertenezcan al mismo grupo».

El solicitante fundamenta su petición en el hecho de que dicha operación debe efectivamente considerarse una reestructuración de las participaciones que ya se detentaban con anterioridad, y que por lo tanto es susceptible de beneficiarse de una derogación de la obligación de formular OPA, siempre y cuando reúna las dos condiciones legales necesarias para ello:

(a) Existencia de un grupo familiar que detente mayoritariamente el capital de Hermès Internacional.

(b) Que la operación no modifique el control último de la sociedad en la medida en que los demandantes vengan controlando conjuntamente Hermès SARL, quien a su vez controla Hermès Internacional, en el sentido señalado por el art. L. 233-3 4.º del *Code de Commerce*⁽³⁾, es decir, si se tiene poder para nombrar y revocar a la mayoría de los miembros del órgano de administración, de dirección o de vigilancia de la sociedad.

II. Posición del accionista minoritario

Los accionistas minoritarios, por el contrario, consideran que tal derogación de la obligación de presentar OPA no puede ser acordada, en la medida en que:

(2) Artículo 234-2 *Règlement Général AMF* (Decreto de 31 de enero de 2011): «Cuando una persona o entidad, actuando sola o en concierto, en el sentido del artículo L. 233-10 del Código de Comercio, detente de manera directa o indirecta, más del 30% de las acciones o derechos de voto de una empresa, está obligada a informar inmediatamente a la AMF y a formular una oferta pública para adquirir la totalidad del capital y valores que dan acceso al capital o derechos de voto, en la forma y condiciones que sean admitidas por la AMF».

El proyecto de oferta pública no puede incluir cláusulas que prevean la aceptación obligatoria de un número mínimo de acciones para que la oferta sea declarada positiva. Bajo estas reservas, las disposiciones de los Capítulos I y, según el caso, II o III del presente título son aplicables a las ofertas públicas en que el depósito es obligatorio. (Orden de 31 de enero de 2011) «Las personas naturales o jurídicas que actúen solas o en concierto, en el sentido del artículo L. 233-10 del Código de Comercio, están obligados a respetar las obligaciones establecidas en el párrafo primero cuando lleguen a tener como resultado de la fusión o la contribución de más del 30% de las acciones o derechos de voto de una empresa».

(3) El artículo L. 233-3 del *Code de Commerce* (versión en vigor de 10 de julio de 2011) señala: I. Se considera que una sociedad, por aplicación de las secciones 2 y 4 del presente capítulo, controla a otra: 4.º siempre que los socios o accionistas de dicha sociedad dispongan de poder para nombrar o revocar la mayoría de los miembros de los órganos de administración, de dirección o vigilancia de dicha sociedad.

(a) Los administradores de las empresas han indicado pública y repetidamente en el mercado que no existían accionistas que, de manera individual o concertada, ejercitaran un control sobre el capital de Hermés.

(b) Los miembros de este grupo no han llevado nunca a cabo ninguna acción de concierto, ni están vinculados por ningún acuerdo, y siempre han declarado individualmente sus participaciones significativas en el capital de Hermés.

Además, los accionistas argumentan que no es posible considerar que el control que ejercitan los asociados sobre la sociedad comanditaria se corresponda con alguno de los casos de presunción legal de acción concertada a que se refiere el artículo L. 233-10 del *Code de Commerce*⁽⁴⁾, ni tampoco con la definición de control establecida en el artículo L. 233-3 del *Code de Commerce*.

En este sentido, los accionistas también consideran que la sociedad Hermés no ha sido objeto de un control de capital, y la existencia de un grupo familiar no puede ser reconocida, pues está formada por miembros que pertenecen a la 6.^a o 7.^a generación respecto de los fundadores de la sociedad, salvo que tales miembros hayan formalizado posteriormente su pertenencia a un concierto determinado.

III. Posición de la AMF

Los demandantes someten a la decisión de la AMF su solicitud de derogación de la obligación de depositar un proyecto de oferta pública fundamentada en los artículos L. 433-3 I, 3.^a del *Code Monétaire et Financier* y 234-9, 7.^o del *Règlement Général*, que prevén la posibilidad de conceder dicha derogación en el caso de que la operación pueda ser considerada como una reestructuración entre sociedades o personas pertenecientes a un mismo grupo. En el análisis de esta cuestión, lo importante es poner en evidencia, de una parte, la existencia previa del grupo familiar y, de otro lado, constatar que el control de la sociedad no ha sido modificado.

La AMF ha señalado que el Derecho del Mercado de Valores impone, en aplicación de las disposiciones de los artículos L. 433-4 I 2 del *Code Monétaire et Financier*

(4) El Artículo L. 233-10 del *Code de Commerce* (versión en vigor desde 7 de julio de 2011) señala:

I. Se considera que actúan en concierto las personas que han concluido un acuerdo con vistas a adquirir, ceder o ejercitar los derechos de voto, para poner en práctica una política común en la sociedad o para obtener el control de dicha sociedad.

II. Dicho acuerdo se presume que existe:

1.^o Entre una sociedad, el presidente de su Consejo de administración y sus directores generales o los miembros de la dirección y sus gerentes;

2.^o Entre una sociedad y las sociedades que ésta controla en el sentido del artículo L. 233-3;

3.^o Entre las sociedades controladas por la misma o las mismas personas;

4.^o Entre los socios de una sociedad por acciones y las sociedades que controla.

5.^o Entre el fiduciario y el beneficiario de un contrato de fideicomiso, si el beneficiario es el fideicomitente.

III. Las personas que actúan en concierto son solidariamente responsables por las obligaciones que les impongan las leyes y reglamentos.

re y 365-5 del *Règlement General*, la obligación de formular una OPA residual cuando la sociedad adopte la forma de una sociedad comanditaria por acciones, lo que vendría a explicar la primacía del papel de los socios comanditarios en el ejercicio del control sobre dicha sociedad. Esta primacía del socio comanditario quedaría materializada por el poder de nombrar y revocar administradores, de señalar las opciones estratégicas, de tomar las decisiones esenciales y de imponer su veto sobre la casi totalidad de las decisiones de los socios comanditarios.

No obstante, los artículos 433-3 I del *Code Monétaire et Financier* y 234-2 del *Règlement General* señalan la obligación de formular una OPA cuando se supere 1/3 del capital o de los derechos de voto de una sociedad, aunque esté constituida bajo la forma de sociedad en comandita por acciones. Por otra parte, los socios comanditarios tienen unas competencias propias, ya que deben aprobar las cuentas, la distribución de dividendos, la modificación de estatutos, la designación de auditores de cuentas y de los miembros del consejo de vigilancia. Estos últimos tienen poder para controlar la gestión de la sociedad y para autorizar la conclusión de acuerdos.

De esta manera, puesto que la normativa de OPAs es plenamente aplicable a las sociedades comanditarias por acciones, la AMF ha estimado que, como consecuencia de los hechos puestos en conocimiento, sería posible considerar que los demandantes de la derogación puedan ser efectivamente considerados integrantes de un grupo familiar, y éstos, además, ocuparían la posición de los socios comanditarios que controlan el capital de la sociedad.

La AMF ha señalado que:

- Respecto de las comunicaciones dirigidas al público, no se menciona en los documentos emanados de la sociedad o de los miembros de la familia Hermès la existencia de un concierto o de un grupo familiar, sino que en estos documentos lo que se menciona, por el contrario, es la ausencia de control o de concierto. Sin embargo, si atendemos con precisión a la definición de «grupo familiar» puede demostrarse la existencia de dicho grupo a partir de otros elementos distintos a la propia declaración de los interesados.
- El grupo familiar detenta hasta la fecha (junio de 2011) el 62,8% del capital y el 71,9% de los derechos de voto de Hermès, lo que constituye una parte importante del total de acciones de Hermès en posesión de los miembros de la familia Hermès (más del 70% del capital). Los demandantes personas físicas son todos socios de Émile Hermès SARL y ejercitan de forma conjunta los derechos relativos a esta sociedad en calidad de único socio comanditario; de tal forma que los miembros del Consejo de administración son exclusivamente de esta sociedad. Ellos han aceptado depositar sus acciones en los fondos sociales de Émile Hermès SARL, lo que constituye un indicio de su voluntad de dirigir juntos la sociedad.
- Las acciones Hermès depositadas en los fondos de Émile Hermès SARL representan el 57,25% del capital a 30 de noviembre de 2010. Dicho depósito ha representado más del 50% del capital y de los derechos de voto de manera casi continua después de la cotización en bolsa de la sociedad Hermès en

1993. De hecho, a día de hoy (junio de 2011), el grupo familiar detenta más del 50% del capital y de los derechos de voto de Hermès.

- Los miembros del Consejo de Vigilancia de Hermès están representados por socios comanditarios, mayoritariamente pertenecientes a la familia Hermès hasta 2006 y, como se señaló en el acuerdo de 3 de diciembre de 2010, la totalidad de los socios de Émile Hermès SARL y de los miembros del Consejo de administración han suscrito dicho acuerdo.
- Los demandantes están implicados en la gestión de la sociedad, ya que 25 personas ejercen funciones de gestión en la sociedad del grupo Hermès, y 17 de ellos son miembros del Consejo de Administración de Émile Hermès SARL.
- En las Juntas generales de accionistas comanditarios de Hermès, los demandantes votan de manera convergente. A este respecto, los porcentajes que representan en la Junta general de Hermès los votos de los miembros del grupo familiar a favor de las propuestas presentadas son, después de 2007, de al menos las dos terceras partes de los votos emitidos.
- El proyecto de reagrupamiento de participaciones del grupo familiar en el holding no dará lugar a modificación alguna en la composición de los órganos sociales de la sociedad Hermès.
- Los elementos muestran siempre que las condiciones en las que el grupo familiar ejerce sus facultades se mantienen estables en el tiempo (participación consolidada de la familia; títulos Hermès depositados en Emile Hermès SARL; estabilidad de los órganos sociales; presencia importante de la familia en los órganos sociales de Hermès). Dicha estabilidad se ha mantenido con el paso de las generaciones.

En definitiva, la AMF considera que todas estas circunstancias expuestas, y que han sido verificadas con anterioridad al momento en que se solicita la derogación, se traducen en una política común, continua y reiterada de Hermès en el ejercicio de los derechos de voto de los demandantes y su presencia mayoritaria en los órganos sociales; lo que ha determinado una actuación en concierto como grupo familiar en el sentido del art. L. 233-10 del *Code de Commerce* para la puesta en práctica de la misma política y control conjunto de la sociedad Hermès. En consecuencia, los demandantes de la derogación forman parte de un grupo familiar con un proyecto común de reagrupar sus acciones y depositarlas en los fondos sociales del socio comanditario Émile Hermès SARL, en beneficio de un holding. Dicha operación debe ser considerada como una operación de reestructuración entre personas que pertenecen a un mismo grupo, ya que no incide sobre el control ostentado por la sociedad Hermès.

En base a todo lo expuesto, y en aplicación de los artículos 234-8, 234-9 7.º y 234-10 del *Règlement General*, la AMF ha acordado que el grupo familiar Hermès quede eximido de la obligación de depositar un proyecto de oferta pública.

María Rosa Tapia Sánchez

2. LOS INCENTIVOS FISCALES Y LAS ESTRUCTURAS JURÍDICAS EMPLEADAS PARA LA FINANCIACIÓN SIN RECURSO DE PROYECTOS EÓLICOS EN EE.UU.

El sector de las energías renovables ha recibido un notable impulso en EE.UU. en los últimos años, ayudado especialmente por los incentivos fiscales federales otorgados a la inversión y producción en este tipo de fuentes de energía. La inversión de empresas y bancos atraídos por dichos incentivos en estos proyectos ha dado lugar al desarrollo de una serie de estructuras jurídicas dirigidas a permitir el aprovechamiento de los incentivos y a la vez crear un marco de garantías que proteja la posición de los inversores. Estas estructuras han tenido que adaptarse a la evolución en la naturaleza de las ayudas fiscales y, en especial, a la aparición de dotaciones de fondos en efectivo como alternativa a los créditos fiscales para la generación de energía limpia. En los últimos años, numerosas empresas de generación de energía y entidades financieras españolas han participado en el desarrollo de este tipo de proyectos, bien contribuyendo al proceso productivo (mediante la fabricación de aerogeneradores, la producción de otros elementos esenciales para los parques eólicos, etc.) así como financiando los proyectos de generación de energía mediante financiaciones sin recurso.

El presente trabajo describe (i) los beneficios fiscales en vigor en los EE.UU. para el desarrollo y promoción de proyectos de generación de electricidad a partir del uso de energía eólica, (ii) las estructuras jurídicas empleadas en la práctica para el aprovechamiento de los beneficios fiscales por parte de los inversores en estos proyectos, (iii) las garantías sobre los beneficios fiscales que pueden ser otorgadas a favor de las entidades financiadoras de este tipo de proyectos (en adelante, las «Entidades Financiadoras») con el fin de asegurar su financiación, y específicamente sobre los créditos fiscales a la producción de energía renovable o *renewable energy production tax credits* (en adelante, los «PTCs»), y (iv) la posibilidad de aprovechar y/o transmitir los PTCs y otros incentivos fiscales a partir de la ejecución de una prenda sobre el capital social de la sociedad-vehículo que detenta el proyecto y es la última beneficiaria de dichos incentivos.

I. Estado actual de los incentivos fiscales a la generación de electricidad a partir de energía eólica

En la actualidad en los EE.UU. existen diversos incentivos de carácter federal concedidos para favorecer el desarrollo de proyectos de generación de electricidad por medio del uso de energías renovables, siempre que cumplan con una serie de requisitos (en adelante, los «Proyectos»). Además, diversos Estados han creado sus propias ayudas a la producción e inversión en energías renovables. A nivel federal, la principal forma de incentivo otorgado a la energía eólica en los EE.UU. son los PTCs concedidos por la agencia tributaria federal de los EE.UU., el *Internal Revenue Service* (en adelante, el «IRS»). Según las normas en vigor en este momento, el importe de los PTCs concedidos es de 2,1 centavos por kilovatio-hora de electricidad generada a través del aprovechamiento de la energía eólica, y estos se podrán obtener durante un período de 10 años a partir del año de puesta en marcha del Proyecto. Los PTCs

permanecerán vigentes hasta el 31 de diciembre de 2012, en virtud de la extensión incluida en el *American Recovery and Reinvestment Act* (conocida por sus siglas, «ARRA») aprobada por el Congreso de los EE.UU., el 13 de febrero de 2009.

Por otro lado, y en lugar de los PTCs, las sociedades generadoras que sean contribuyentes en los EE.UU. tienen la posibilidad de solicitar créditos fiscales a la inversión en generación de energía renovable, o *business energy investment tax credits* (o «ITCs») por un importe de hasta el 30% del coste de la inversión en el Proyecto (para aquellos proyectos de generación de energía solar, pilas de combustible y eólicos —si los aerogeneradores no superan los 100 kW de capacidad—) o de hasta el 10% (para aquellos proyectos de generación de energía geotérmica, microturbinas, cogeneración o CHP —«*combined heat and power*»—) (siempre según los parámetros y condiciones fijados en la Sección 1603 del ARRA), para los Proyectos que hayan entrado en operación comercial antes del final de 2013, si la construcción ha comenzado antes del 31 de diciembre de 2011 (según la extensión de dicho plazo aprobada por el Congreso de los EE.UU. y ratificada por el Presidente el 17 de diciembre de 2010).

Sólo las «*qualified small wind energy properties*», es decir, proyectos con aerogeneradores de capacidad no superior a 100 kW, pueden beneficiarse de los ITCs. Tradicionalmente, los aerogeneradores de capacidad superior a 100 kW («*large wind properties*») podían beneficiarse de los PTCs y no de los ITCs. Sin embargo, de acuerdo con el ARRA, un contribuyente que tuviera derecho a solicitar un PTC con respecto a un «*large wind property*» puede renunciar a él y, en su lugar, beneficiarse de un ITC (aunque los aerogeneradores en cuestión sean de más de 100 kW), siempre y cuando la instalación eólica haya entrado en operación comercial con posterioridad al 31 de diciembre de 2008 y antes del 1 de enero de 2013. Para que la «elección» del ITC sea válida, ningún PTC debe haberse aplicado al «*large wind property*» en cuestión, y una vez seleccionado el ITC el contribuyente no puede posteriormente solicitar un PTC para el mismo proyecto.

Si se cumplen los requisitos para ello, es posible solicitar, en lugar de los créditos fiscales descritos anteriormente, una dotación de fondos directa en efectivo por un importe de hasta el 30% o el 10% del coste del Proyecto, dependiendo de sus características («Dotación Directa» o «Cash Grant»). Las Dotaciones Directas que se otorgan de esta forma están sujetas al cumplimiento de una serie de requisitos, obligaciones, y certificaciones y, en caso de que estos dejen de cumplirse, aquellas pueden ser rescindidas por el IRS, entidad que desembolsa la Dotación Directa en nombre del Departamento del Tesoro de EE.UU. La obtención de Dotaciones Directas excluye la posibilidad de obtener PTCs o ITCs.

II. Estructuras para el Aprovechamiento de los Incentivos Fiscales

La estructura comúnmente empleada para aprovechar y repartir los beneficios fiscales (así como otros ingresos derivados del Proyecto) entre el promotor de un parque eólico (el «Promotor») y los socios inversores en él (el «Inversor») consiste en emplear una entidad fiscalmente transparente a efectos de tributación en EE.UU. (normalmente una sociedad de responsabilidad limitada o «*limited liability company*»,

«LLC»). Dicha transparencia implica que la LLC no tributa directamente por su renta, sino que son sus socios quienes lo hacen en proporción a su participación; y lo mismo resulta de aplicación a los créditos fiscales concedidos a la LLC. A efectos de aislar los riesgos derivados de cada Proyecto y también para facilitar la monetización de los ingresos y otros beneficios, el Promotor normalmente constituye una LLC específica para cada Proyecto. Sin embargo, las Dotaciones Directas sí son concedidas directamente a la LLC, tal y como ha aclarado el IRS⁽¹⁾. El IRS ha confirmado asimismo que el hecho de que un socio o inversor en la LLC no sea una persona o entidad estadounidense no constituye, en sí mismo, un motivo que haga inaplicables estos incentivos fiscales, salvo que la entidad o persona extranjera no esté ya de por sí exenta de tributación⁽²⁾.

Tal y como se indicaba anteriormente, en una sociedad fiscalmente transparente, como es el caso de una LLC (salvo que opte específicamente por lo contrario), los socios de la LLC en proporción a su participación, y no la entidad, tributan por la parte alícuota de los ingresos netos (o pérdidas) de la entidad, según los porcentajes acordados entre los socios. Asimismo, los créditos fiscales, deducciones y otros elementos de naturaleza tributaria pasan directamente a los socios de la entidad. Por tanto, en una LLC fiscalmente transparente, los PTCs e ITCs se imputan directamente a los socios de la LLC (generalmente, al Promotor y a los Inversores), y también los beneficios derivados de la depreciación acelerada permitida bajo los PTCs. El reparto de los ingresos, de los PTCs y de los ITCs, así como de otros derechos económicos asociados a las cuotas de participación en el capital social de la LLC (o «Membership Units») entre los socios de la LLC (generalmente entre el socio promotor y el socio inversor) se realiza por medio del *limited liability company agreement* o pacto de accionistas de la sociedad (el «LLC Agreement»), que es el documento que regula los aspectos esenciales de esta, cumpliendo una función similar a la de los estatutos sociales de una sociedad española, si bien (a diferencia de lo que ocurre en Derecho español) el LLC Agreement no se inscribe en ningún registro público, sino que es un documento privado entre los socios y la LLC que los vincula.

Con el fin de que los Inversores puedan beneficiarse al máximo de los incentivos fiscales proporcionados por el IRS, la estructura que se suele emplear es la denominada *flip structure*. En virtud de dicha estructura, y siempre cumpliendo los requisitos fijados por el IRS en cuanto al reparto de los créditos fiscales y otros incentivos, fijados en el *Revenue Procedure 2007-65*, se atribuye al Inversor una participación mayoritaria y casi absoluta (de hasta el 99%) en la LLC, por medio del LLC Agreement, de forma que pueda beneficiarse al máximo de los incentivos fiscales concedidos, mientras que el Promotor mantiene una participación minoritaria. Una vez finalizado el plazo de dichos incentivos (en la actualidad, diez años a partir del año de la

(1) Vid. respuesta a la pregunta 22 del documento «*Frequently Asked Questions and Answers*» sobre el programa de Dotaciones Directas, publicada por el IRS en su página web y accesible en la siguiente página web: <<http://www.treasury.gov/initiatives/recovery/Pages/1603.aspx>>.

(2) *Ibidem*, respuesta a pregunta número 25.

entrada en operación comercial del Proyecto), el Promotor recupera la participación de los derechos económicos y/o de control de la LLC que en su caso hubiere pactado con el Inversor.

III. Garantías a favor de la entidad financiadora en relación con PTCs y dotaciones directas

Los PTCs, como créditos fiscales, sólo benefician a la entidad que los solicita o, en el caso de una LLC fiscalmente transparente, a los socios de esta, permitiendo reducir la base fiscal imponible y aprovechar las deducciones por depreciación acelerada. Como tales, los PTCs no son transmisibles en sí mismos y, por tanto, no pueden gravarse por separado en virtud de una prenda a favor de una Entidad Financiadora que otorgue financiación a la LLC.

Sin embargo, las Entidades Financiadoras pueden obtener una garantía sobre los PTCs a través del establecimiento de prendas sobre la participación en la LLC tanto del Promotor como del Inversor. De esta forma, si se dan los requisitos para ello (generalmente un incumplimiento del contrato de financiación que no haya sido subsanado por el acreditado o su garante), la Entidad Financiadora podría ejecutar dichas prendas, convirtiéndose en el socio de la LLC y por tanto en el beneficiario de los derechos económicos de las Membership Units y por lo tanto de los PTCs.

Asimismo, en el caso de monetización de los PTCs en la modalidad «*pay as you go*» (en la que los Inversores van aumentando su inversión en la LLC a medida que esta va percibiendo los PTCs, sin hacer una inversión sustancial de entrada, tal y como ocurre en la modalidad de inversión denominada «*flip structure*»), las Entidades Financiadoras pueden garantizar que los Inversores realicen las contribuciones pactadas incluyendo dicha obligación en el LLC Agreement y en los contratos de financiación del Proyecto, estableciendo que dicho incumplimiento constituye un incumplimiento de los términos de dicha financiación, y solicitando algún tipo de garantía o aval complementario que cubriese un eventual incumplimiento de la referida obligación.

Si, como alternativa a la solicitud de los PTCs, se obtienen Dotaciones Directas, que serían percibidas directamente por la LLC, la Entidad Financiadora podría establecer garantías sobre ellas empleando los siguientes mecanismos:

- (i) haciendo que las Dotaciones Directas percibidas por la LLC sean depositadas en una cuenta sujeta a un contrato de garantía sobre todos los activos de la sociedad acreedora y bajo un contrato específico de prenda sobre cuentas bancarias, depósitos bancarios y de valores en virtud de los artículos 8 y 9 del Código de Comercio Federal de los EE.UU. (el *security agreement* y el *deposit account control agreement*) como parte de la financiación, de forma que la Dotación Directa quede gravada en garantía de la financiación otorgada a favor de las Entidades Financiadoras; y
- (ii) en el caso de que por algún motivo las Dotaciones Directas no fueran depositadas en la cuenta designada por las Entidades Financiadoras ni gravadas a favor de las Entidades Financiadoras, o si las condiciones para la conce-

sión de las Dotaciones Directas dejaran de cumplirse y se produjese una rescisión⁽³⁾ de estas por parte del IRS, cabe recurrir a diversos mecanismos para proteger la posición de las Entidades Financiadoras: una de ellas sería que la sociedad prestataria (o LLC) celebrase, como parte de los acuerdos de la financiación, un *recapture contribution agreement* entre el Promotor y los Inversores, en virtud del cual, en caso de que se produjese alguna circunstancia que dé lugar a dicha rescisión (y que la LLC se vea obligada a devolver al IRS la totalidad o parte de la Dotación Directa), los Inversores se comprometen a contribuir a la LLC la parte de las Dotaciones Directas que deban reintegrarse al IRS como consecuencia de la mencionada rescisión (más los gastos y costes que se incurran en relación con dicha rescisión). De esta manera, la LLC no se vería perjudicada por la rescisión de las Dotaciones Directas y se mantendría indemne, de forma indirecta, a las Entidades Financiadoras. Además, es posible solicitar el otorgamiento de algún tipo de aval o garantía que sea ejecutable en caso de que el importe de las Dotaciones Directas no sea depositado en la cuenta correspondiente o éstas sean revocadas por alguna conducta imputable al Promotor, y también prever que esta situación constituya un incumplimiento de la financiación, permitiendo a las Entidades Financiadoras ejercitar los derechos y acciones correspondientes bajo los contratos de financiación del Proyecto.

IV. Transmisibilidad de los PTCs; regulación sobre la rescisión de ITCs en caso de enajenación del proyecto

En cuanto a la transmisibilidad de los incentivos fiscales a terceros, es necesario tener en cuenta que la regulación de PTCs e ITCs es sensiblemente diferente. Los PTCs no son transferibles separadamente del interés en la LLC, y sólo pueden transmitirse como derechos económicos inherentes a la participación en la LLC. Por tanto, la Entidad Financiadora que se haya convertido en la socia única de la LLC que detente el Proyecto receptor de los PTCs por medio de la ejecución de la prenda sobre las participaciones en dicha LLC podrá transferir los PTCs a un tercero únicamente mediante la transmisión de la participación en la LLC a dicho tercero.

De conformidad con las reglas actuales de los PTCs, estos son aprovechables por los beneficiarios durante los diez años siguientes a la fecha de comienzo de operación del Proyecto en cuestión. Si la ejecución de la prenda sobre la LLC ocurre durante dicho plazo, los PTCs atribuidos al Proyecto podrán seguir siendo utilizados, por el tiempo que reste hasta la extinción de los PTCs, por la Entidad Financiadora o por el tercero a quien se transfieran las participaciones de la LLC.

(3) La sección VII del «Program Guidance» publicado por el IRS (<<http://www.treasury.gov/initiatives/recovery/Pages/1603.aspx>>) en relación con el programa de incentivos fiscales aprobado bajo el artículo 1603 del ARRA describe y clarifica el concepto de «recapture» en el marco de las Dotaciones Directas. En general, «recapture» se refiere a la situación que se da cuando un contribuyente que ha recibido algún tipo de incentivo fiscal deja de cumplir las condiciones de dicho incentivo fiscal y por tanto se ve obligado a reintegrar al IRS el importe de éste. La referida sección VII detalla las causas y consecuencias del «recapture» de las Dotaciones Directas analizadas en este artículo.

Sin embargo, el tratamiento de los ITCs es diferente. A diferencia de lo que ocurre con los PTCs, este tipo de incentivo no es aprovechable durante un período de tiempo, sino que se permite que un determinado porcentaje del coste del Proyecto para el año fiscal durante el cual el Proyecto comience a ser operativo se aplique como crédito fiscal por la entidad titular del Proyecto (o, si es una LLC, de los socios de esta). Por ejemplo, si el Proyecto entra en funcionamiento en 2011, y el ITC correspondiente es de un 30%, el 30% del coste del Proyecto sería deducible de la base imponible de la entidad titular del Proyecto (o de los socios de esta si es una LLC en proporción a su participación) en relación con la tributación por ingresos a nivel federal («*US federal income tax return*») para el ejercicio fiscal 2011. Si la Entidad Financiadora ejecuta la prenda sobre la participación en la LLC, esto será considerado una «*disposition*» o enajenación a efectos de las reglas de los ITCs, las cuales establecen que los ITCs concedidos por el IRS serán rescindidos, y por tanto los beneficios fiscales derivados de ellos quedarán sin efecto, en caso de que el Proyecto sea enajenado durante los cinco años siguientes a la fecha en que el Proyecto haya sido puesto en funcionamiento.

Dichas reglas sobre los ITCs contienen provisiones especiales sobre la rescisión de los ITCs aprovechados por los socios de la LLC que es titular del Proyecto y los efectos de dicha rescisión. Para determinar el porcentaje de la rescisión o reducción del ITC concedido, las reglas toman en cuenta el porcentaje de la participación en la LLC que se haya enajenado y el tiempo estimado de vida útil del Proyecto. Si el socio transmite el total de su participación en la LLC, el IRS obligará al socio a reintegrar las cantidades no tributadas gracias a los ITCs aprovechados hasta la fecha. Así, por ejemplo, si la Entidad Financiadora ejecuta la prenda sobre el total de la participación en la LLC, pasará a ser la socia única de la LLC, por lo que la participación de los hasta entonces accionistas de la LLC se reducirá a cero. Por tanto, según las reglas antes descritas, el IRS interpretaría que se ha producido una «*disposition*» o enajenación del Proyecto y que conllevaría la rescisión de los ITCs concedidos. En suma, la posibilidad de aprovechar los ITCs por medio de la ejecución de una prenda sobre la participación en la LLC es cuestionable bajo las actuales reglas aplicables a los ITCs, y también lo es la posibilidad de transmitir a un tercero dichos ITCs.

En los últimos años las Entidades Financiadoras, al igual que el resto de participantes del mercado eólico estadounidense, han analizado con detalle el impacto de los incentivos fiscales disponibles para la sociedad prestataria y sus inversores a la hora de estructurar la financiación de proyectos eólicos. La Dotación Directa ha impulsado la apertura del crédito para la financiación de proyectos, pues hasta el 30% del coste del Proyecto se puede obtener del IRS, añadiendo por lo tanto un nivel de confort adicional para las Entidades Financiadoras de la LLC al reducir el monto necesario para financiar el préstamo a la construcción del proyecto eólico.

El 2009 fue un año récord en EE.UU. para el sector eólico gracias al Cash Grant o Dotación Directa disponible para los promotores. Dicho incentivo ayudó a que se alcanzasen los 9,6 GW de nueva capacidad instalada de energía eólica en EE.UU. No obstante, en nuestra opinión no es previsible que la vigencia de la Dotación Directa se prorrogue después del 31 de diciembre de 2011 y, por lo tanto, es previsible que el

incremento de capacidad instalada se ralentice, a pesar de que la expectativa para el 2025 del mercado eólico de EE.UU. es que se amplíe hasta una capacidad instalada de 165 GW adicionales, resultando en un total de 200 GW.

*José Antonio Morán Hinojar
Andrés Arnaldos Montaner*

3. NUEVA SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO SOBRE LA FALTA DEL TOMADOR EN LA LETRA

En su Sentencia de 30 de diciembre de 2010 el Tribunal Supremo se vio obligado a volver sobre una de las cuestiones cambiarias formales que más han ocupado a nuestros Tribunales con respecto a los llamados requisitos esenciales de la letra, de la que también ha quedado rastro en la sección de Jurisprudencia de esta Revista. Se trata de la mención del tomador que exige el artículo 1 de la Ley Cambiaria y sobre cuya omisión las Audiencias Provinciales mantuvieron distintos criterios. Frente a una corriente mayoritaria que entendía que el rigor cambiario privaba de cualquier consideración adicional a la omisión del tomador como causa de nulidad de la letra de cambio, una corriente minoritaria entendía que, de acuerdo con determinadas circunstancias, cabía entender su razonable omisión. Tales circunstancias apuntaban al hecho de que la letra de cambio no hubiere circulado con respecto a terceros o que se hubiera debido deducir a la vista sobre todo de la firma del endoso que el tomador había sido el propio librador.

Esa discrepancia entre los Tribunales obligó al Tribunal Supremo a fijar la doctrina jurisprudencial por medio de la Sentencia de 14 de abril de 2010, que motivó un cuidado comentario en esta Revista, de la Profesora IRACULIS, «La representación cambiaria: omisión de la *contemplatio domini*» (RDBB 120, 2010, pp. 251-274). La Sentencia de 30 de diciembre de 2010 (RJ\2011\21) reitera esa jurisprudencia y casa una anterior Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid que, confirmando también la del Juzgado, había ordenado que siguiera adelante la ejecución cambiaria a pesar de la omisión del tomador en la letra.

La doctrina del Tribunal Supremo en esta nueva Sentencia se explica de una manera muy clara en su Fundamento Jurídico cuarto:

«Aunque en la fecha en que se dictó la sentencia recurrida ciertamente algunas AAPP venían siguiendo su mismo criterio de considerar irrelevante la falta de mención del tomador en la letra de cambio cuando quien ejercita la acción cambiaria es el librador directamente contra el librado, por entender que la letra de cambio debe considerarse librada a la propia orden en atención a la circunstancia de no haber circulado el título cambiario fuera del círculo de los integrantes de la relación causal (verbigracia, SSAP Valencia de 26 de marzo de 1990, Madrid, Sección 19.ª, 4 de febrero de 1994), esta Sala, en STS del Pleno de la misma de 14 de abril de 2010 (RJ 2010, 3535), RC n.º 979/2006, ha fijado con valor de doctrina jurisprudencial que “la letra de cambio es incompleta, por

carecer de un elemento esencial, y carece de valor cambiario cuando a su vencimiento no consta en ella la mención del tomador, aunque la letra esté en poder del librador y no haya pasado a terceros ajenos al negocio causal o el librador haya firmado al dorso de la letra como primer endosante, siempre que no se exprese que ha sido girada a la propia orden”.

Según declara la referida sentencia, la rigurosa exigencia de la constancia en la letra de la mención del tomador o de su carácter de letra a la propia orden, cuyo cumplimiento se conmina con la sanción de inexistencia de la letra como título valor, tiene su fundamento en el rigor formal cambiario; su razón de ser, en la consideración del libramiento —orden del librador al librado de que haga pago al tomador— como soporte del título y referencia de todas las demás declaraciones cambiarias; y su finalidad, en el propósito de legislador de impedir la circulación de la letra como documento al portador o como documento en blanco, excepto en el caso específico y con los efectos limitados que implica el reconocimiento como portador legítimo al tenedor de una letra endosada en blanco (artículo 19, I, inciso primero, LCCH) y la presunción de que el endosatario en el caso de un endoso en blanco es el firmante del siguiente endoso (artículo 19, I, inciso tercero, LCCH). Por consiguiente, la necesidad de expresión del tomador no admite excepción alguna, ni siquiera en el caso en que la letra sea presentada por el librador y no haya entrado en el tráfico jurídico pasando a terceros, pues el hecho de que en este caso cobre valor el negocio causal subyacente (artículo 67 LCCH) legitima al librado para oponer al librador las excepciones que tenga personalmente contra él; pero no puede alcanzar para dar validez a una letra que adolece de la falta de un requisito esencial, expresamente exigido por la ley para reconocer su existencia como título fundado en el libramiento a favor de una persona determinada.

En aplicación de esta doctrina resulta forzosa la estimación del motivo y la estimación íntegra de la demanda de oposición pues es un hecho acreditado que en las letras esgrimidas como título en el juicio cambiario no se hizo figurar el nombre de la persona a quien se había de hacer el pago o a cuya orden se había de efectuar, es decir, del tomador, contraviniendo lo que establece la LCCH».

Juan Sánchez-Calero Guilarte

4. NOVEDADES EN LA REGULACIÓN COMUNITARIA Y ESPAÑOLA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA (AGENCIAS DE RATING)

1. El Reglamento (UE) núm. 513/2011 que modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009

En el DOUE L 145, de 31-5-2011, se ha publicado el Reglamento (UE) núm. 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se

modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las Agencias de Calificación Crediticia (sobre este Reglamento, ver nuestra noticia en esta *RDBB*, núm. 116, 2009, pp. 306 y ss.). Este Reglamento (UE) núm. 513/2011 persigue, en general, reajustar el sistema de control público de estas Agencias en la Unión Europea, que se caracterizaba por un grado de complejidad por completo ineficiente e inadecuado al tipo de actividad y a la velocidad de los mercados financieros en que se desarrolla (sobre esta complejidad ineficiente, ver nuestra monografía *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de Rating*, Ed. Thomson-Aranzadi, 2010, pp. 154 y ss.).

Son tres los aspectos esenciales en los que incide el Reglamento (UE) núm. 513/2011:

a) Primero, consagra a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) —que es una de las tres Autoridades que integran el subsistema de supervisión microprudencial que forma parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) (sobre este Sistema, ver nuestro artículo en esta *RDBB*, núm. 121, 2011, pp. 9 y ss.)— como el responsable exclusivo del registro y de la supervisión de estas Agencias en la Unión Europea, sin perjuicio de su facultad de delegar tareas específicas en las autoridades competentes de los distintos Estados Miembros o de celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades de supervisión de terceros países. Esta implantación de la AEVM como autoridad supervisora de las agencias de *rating* ha exigido modificar el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 en los dos momentos esenciales del control público de las mismas, a saber:

— En sus condiciones de acceso a la actividad de calificación que exige el registro ante la AEVM. Por lo tanto, se han modificado los preceptos de aquel Reglamento reguladores de la solicitud de registro, de su examen, de la decisión de registro, de la tasa de registro y de supervisión y de la baja registral (arts. 15 a 20).

— En sus condiciones de ejercicio de la actividad de calificación que está sometida a la supervisión por la AEVM. Por lo tanto, se han modificado los preceptos de aquel Reglamento que aplican a la tarea de supervisión de las agencias de calificación crediticia las facultades generales que atribuye el Reglamento (UE) núm. 1095/2010 a la AEVM (art. 21). Además, se adaptan las competencias de supervisión sobre la verificación del cumplimiento de la obligación de simulación retrospectiva, la no interferencia de la AEVM ni de cualquier otra autoridad pública en el contenido de las calificaciones ni en las metodologías, las solicitudes de información, las investigaciones generales, las inspecciones *in situ*, la cooperación de la AEVM con las autoridades nacionales y sectoriales competentes, etc. (arts. 22 bis y ss.).

b) Segundo, incrementa las exigencias de transparencia de la información que deben presentar los emisores de instrumentos financieros calificados ante el mercado porque la divulgación de esa información intensificará la competencia entre las agencias y el número de calificaciones no solicitadas, reduciendo el riesgo de conflictos de intereses motivados por el modelo «el emisor paga» y la dependencia de los emisores respecto de las calificaciones (considerando 7).

c) Tercero, agrava muy notablemente el régimen sancionador aplicable a estas agencias porque potencia las competencias sancionadoras de la AEVM, amplía las

multas punitivas y las multas coercitivas que se pueden imponer (arts. 36 bis y ss.), tipifica muy detalladamente las infracciones que pueden cometer las agencias [añadiendo un Anexo III al Reglamento (CE) núm. 1060/2009 con una extensa lista de infracciones clasificadas según se relacionen con conflictos de intereses, requisitos de organización o de funcionamiento; con obstáculos a la actividad de supervisión; o con las disposiciones sobre divulgación o información] y detalla los coeficientes que deben ser utilizados por la AEVM para la imposición de sanciones [añadiendo un Anexo IV al Reglamento (CE) núm. 1060/2009 con una lista de coeficientes ligados a los factores agravantes o atenuantes].

2. La Ley 15/2011 sobre Agencias de Calificación Crediticia

En el BOE núm. 144, del viernes 17 de junio de 2011, se ha publicado la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre Agencias de Calificación Crediticia [ver nuestra noticia sobre el «Proyecto de Ley sobre agencias de calificación crediticia (agencias de rating)», en esta *RDBB* núm. 121, 2011, pp. 256 y ss.].

En primer lugar, nos llama poderosamente la atención que el preámbulo de esta Ley 15/2011, publicada en el BOE de 17 de junio de 2011, se refiera a «la inminente creación de la Autoridad Europea del Mercado de Valores» cuando, desde el 1 de enero de 2011, está instaurada la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM). Tamaño error de la Ley 15/2011 no debe inducirnos a confusión porque pretende aludir —sin éxito— a la AEVM.

Pasando al contenido de la Ley 15/2011, ésta se refiere a dos aspectos fundamentales:

a) La implantación en nuestro Ordenamiento del estatuto jurídico de las Agencias de Calificación Crediticia. Y, dado que el Reglamento comunitario —cuando establece los requisitos estructurales y funcionales exigibles a dichas Agencias— no requiere adaptación al Derecho interno; la Ley 15/2011 concreta las facultades de supervisión y sanción de la CNMV, modificando parcialmente para ello los arts. 84, 85, 91, 92, 95, 99, 101, 102 y 104 de la LMV; con especial atención a la cooperación de esta CNMV con las autoridades competentes de otros Estados miembros de la Unión Europea.

b) El uso de las calificaciones crediticias emitidas por aquellas Agencias con fines reglamentarios por las entidades de crédito (modificando la Ley 13/1985), los fondos de titulización (modificando la Ley 19/1992), las empresas de servicios de inversión (modificando el art. 70 de la LMV) y las instituciones de inversión colectiva (modificando la Ley 35/2003).

En conclusión, nos encontramos ante la adaptación de nuestro Derecho al nuevo régimen comunitario de las Agencias de Calificación Crediticia que tanta relevancia han adquirido en los mercados en los últimos tiempos.

Alberto Javier Tapia Hermida

**5. A FAVOR DE LA DEMOCRACIA ACCIONARIAL EN FRANCIA:
LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA NÚM. 2007/36/CE
DE 11 DE JULIO DE 2007**

Recientemente, se ha producido la adaptación del Derecho de sociedades francés a la Directiva 2007/36/CE de derechos de los accionistas, lo que se ha llevado a cabo a través de la promulgación de tres diferentes textos legales: el Decreto núm. 2010-684 de 23 de julio de 2010, la Ordenanza núm. 2010-1511 de 9 de diciembre de 2010 y el Decreto núm. 2010-1619 de 23 de diciembre de 2010. La reforma se ha centrado, esencialmente, en los derechos de información y de voto por representación de los accionistas.

El primero de aquellos textos ha tenido por finalidad enriquecer el derecho de información de los accionistas, tanto antes como después de la celebración de la junta general; de esta forma, tras la entrada en vigor de este Decreto, se puede decir que asistimos a una generalización de la difusión de las informaciones previas a la junta por vía electrónica (en virtud de lo establecido en el art. 5.4 de la propia Directiva). Ello se ha traducido en la reforma de algunos preceptos del Código de comercio francés. Concretamente, en este aspecto, del artículo R. 225-73-1. Igualmente, el cumplimiento del mandato de la Directiva (v. art. 14) ha supuesto la incorporación de la obligación de divulgar en la página web los resultados de las votaciones en los quince días siguientes a la celebración de la junta (lo que ha comportado la redacción de otro nuevo precepto, el R. 225-106-1). Asimismo, se han reconocido otros derechos a los accionistas: el de complementar la convocatoria de la junta que recogía el art. 6.1 de la Directiva (si bien habrán de tener en cuenta que los proyectos de resolución de los asuntos propuestos deberá acompañar los nuevos puntos que se propongan); y la posibilidad de que los accionistas planteen con antelación cuestiones que deberán ser respondidas por los administradores a lo largo de la celebración de la junta. Todos estos derechos se podrán ejercer además a título individual o colectivo.

Por otro lado, los dos últimos textos legales referidos (la Ordenanza núm. 2010-1511 de 9 de diciembre de 2010 y el Decreto núm. 2010-1619 de 23 de diciembre de 2010) se han encargado de consagrar la libertad de voto mediante representante, lo cual ha constituido otra de las novedades fundamentales introducidas por la reforma mencionada. El accionista de una sociedad cotizada podrá libremente otorgar un mandato de voto a la persona que libremente elija. La principal condición que le viene impuesta es la de alertar a su mandatario sobre cualquier situación de conflicto de intereses en que se pueda encontrar, en tanto éste viene obligado a revelar ese posible conflicto (v. nuevo artículo L. 225-106-1). Además, el mandato deberá otorgarse por escrito y ser comunicado a la sociedad (ex art. 11.2 de la Directiva). Finalmente, la reforma ha introducido una regulación expresa de las solicitudes públicas de representación (v. nuevo art. L. 225-106-2 del Código), precisando los elementos que deben constar en el documento.

Mónica Fuentes Naharro

6. MECANISMOS EMPRESARIALES DE ALERTA O DENUNCIA

Una reciente nota se refiere a la aplicación en Francia del sistema de denuncias o alertas empresariales (v. François BARRIÈRE, «Les dispositifs d'alertes professionnelles: le temps de l'apaisement?», *Revue des Sociétés*, mayo de 2011, pp. 276-279).

La Commission Nationale de l'Informatique et des Libertés (CNIL) revisa su doctrina tras la decisión de la Sala de lo Social del Tribunal de Casación de 8 de diciembre de 2009 en la que se determinó que las alertas profesionales autorizadas por la CNIL en el marco de la autorización única núm. 4 deben tener un ámbito de aplicación reducido. La decisión no pone en tela de juicio el principio mismo de la denuncia pero viene a clarificar las dificultades de interpretación que los tribunales han encontrado en su aplicación.

Los dispositivos de alerta profesionales son sistemas o mecanismos que permiten advertir a la dirección de las empresas de los actos contrarios a las reglas aplicables o a la ética que se lleven a cabo en el seno de su organización. Esos dispositivos, puestos en marcha por las sociedades francesas y denominados también *whistleblowing*, se presentan como mecanismos que responden a las exigencias del derecho americano. En efecto, la Ley «Sarbanes-Oxley» de 2002 impone estos sistemas cuando concurren determinadas circunstancias.

El artículo centra su atención en un primer momento en la denuncia anónima, prevista en el derecho americano, pero que, sin embargo, en el modelo francés ha planteado numerosas dificultades a la hora de su implementación. Así, la sociedad DASSAULT SYSTEMS introdujo un Código de conducta empresarial que describía las reglas que los empleados debían comprometerse a respetar en el ejercicio de su actividad profesional. El Código establecía un sistema de alerta diseñado para permitir a los empleados informar a través de una dirección de correo electrónico determinada sobre cualquier violación que se produjera en el seno de la compañía. Antes de la introducción del referido dispositivo, DASSAULT SYSTEMS hizo una declaración de conformidad con la autorización única núm. 4.

Con motivo del litigio que surge como consecuencia de este sistema de alerta, el Tribunal Supremo dijo que el ámbito de aplicación de la autorización única debe ser limitado con el fin de evitar llegar a un sistema organizado de delaciones profesionales. El Tribunal entiende que la puesta en marcha de un dispositivo de alerta profesional, sujeto al compromiso de cumplir con la autorización única, debe limitarse exclusivamente a las áreas contables, financieras y de lucha contra la corrupción. Así, cualquier otra información o hechos que no se refieran a esos campos deben comunicarse a los órganos o personas competentes cuando intereses vitales o la integridad física o moral de los empleados esté en juego (artículo 3). El Tribunal de Casación declaró que el artículo no debe ser interpretado como una vía o mecanismo para extender la aplicación de los mecanismos de alerta más allá de la finalidad para la que éstos fueron creados, sino que deben responder a exigencias legales o reglamentarias concretas.

Por otro lado, el Tribunal de Casación insiste en la necesidad de las empresas de informar a los interesados de acuerdo con las disposiciones de la Ley de «Informática

y Libertades». En este punto, la decisión señala que las medidas de información previstas por la Ley de 6 de enero de 1978 incorporadas a la autorización única deben constar en el acta que fije el sistema de alerta. De hecho, en el asunto DASSAULT, esta información estaba incompleta en lo que se refiere a los derechos de acceso, rectificación y oposición.

La CNIL se ha visto así obligada a reformular su autorización única en 2010, para lo que ha eliminado cualquier referencia a los hechos que pudieran afectar al interés de la compañía o a la integridad física o moral de los asalariados. Se ha concedido a las empresas un plazo de 6 meses para adaptar sus sistemas de denuncia o alerta. Sin embargo, la versión revisada de la autorización única ha incluido dos nuevos aspectos: los mecanismos de alerta profesional con una finalidad de control puramente interno y, por otro lado, aquellos que se pongan en marcha para prácticas anticompetitivas. Cualquier otro mecanismo no estará prohibido *per se* pero requerirá una autorización específica de la CNIL.

Isabel Fernández Torres

7. CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

El Real Decreto 2606/1996, que regula los Fondos de Garantía de Depósitos (FGD), ha sido objeto de una limitada modificación mediante el Real Decreto 771/2011, de 3 de junio (BOE de 4 de junio de 2011). A pesar de la limitación señalada, la modificación se debía a una situación no exenta de polémica, como era la práctica comercial consistente en la oferta de una retribución elevada (superior a la media) a determinados depósitos y cuentas a la vista. Estas operaciones implican una relevante carga para la entidad oferente, por lo que llamaba la atención que se desarrollara esa práctica comercial por entidades de crédito que atravesaban dificultades y, en particular, que llegaran a verse obligadas a solicitar fondos públicos para su «rescate».

Como una forma de disuasión, la introducción en el artículo 3 del Real Decreto 2606/1996 de sus nuevos apartados 2 bis y 2 ter supuso la exigencia a esas entidades de una mayor aportación al FGD, a partir de unos nuevos criterios de ponderación basados en los depósitos recaudados por esa vía. En el nuevo sistema, resultaba esencial definir lo que se consideraba un depósito sometido a esa nueva legislación. Esa definición a su vez atendía a la retribución ofrecida por la entidad. La Circular 3/2011, del Banco de España (BOE de 2 de julio de 2011), completa la modificación reglamentaria introduciendo, entre otras disposiciones relevantes, la definición de lo que se entiende como «depósito» y «retribución».

Juan Sánchez-Calero Guilarte

8. SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA SOBRE COMUNICACIONES COMERCIALES Y PRÁCTICAS DESLEALES

El Tribunal de Justicia de la UE ha hecho pública su sentencia en el asunto C-122/10, *Konsumentombudsmannen c. Ving Sverige AB*. Este asunto tenía por objeto una petición de decisión prejudicial planteada, con arreglo al artículo 267 TFUE, por el *Marknadsdomstolen* (Suecia). En particular, la petición versaba sobre la interpretación de los artículos 2, letra i), y 7, apartado 4, de la Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior (DO L 149, p. 22).

La Directiva 2005/29 define los criterios generales para determinar si una práctica comercial es desleal, con el fin de señalar un conjunto limitado de prácticas de mala fe prohibidas en toda la Unión Europea. En particular, de conformidad con esta Directiva, una práctica comercial desleal es aquella contraria a los requisitos de la diligencia profesional y que tiene por efecto distorsionar de manera sustancial el comportamiento del consumidor medio. Además, la Directiva 2005/29 establece la diferencia entre prácticas engañosas y prácticas agresivas, y enuncia los criterios para detectar unas y otras.

La cuestión planteada ante el Tribunal de Justicia se suscitó en el marco de un litigio entre el *Konsumentombudsmannen* (defensor del consumidor sueco) y la sociedad *Ving Sverige AB* (en lo sucesivo, «*Ving*») en relación con una comunicación comercial de esta última que ofertaba una serie de vuelos y estancias turísticas y en la que se indicaba solamente un precio de partida para tales productos. Según el *Konsumentombudsmannen*, la comunicación comercial constituía una invitación a comprar que incluía una omisión engañosa en la medida en que los datos sobre las características principales del producto eran insuficientes.

El Tribunal de Justicia se ha pronunciado en los siguientes términos:

- (1) Existe una «invitación a comprar» en el sentido de la Directiva 2005/29 desde el momento en que la información relativa al producto comercializado y a su precio es suficiente para que el consumidor pueda tomar una decisión sobre una transacción, sin que sea necesario que la comunicación comercial incluya también un medio concreto de adquisición del producto, o que aparezca en conexión con tal medio o con ocasión de él.
- (2) La mención del precio del producto puede cumplirse si la comunicación comercial contiene un precio de partida, es decir, el precio más bajo al cual puede adquirirse el producto o el tipo de productos comercializado, mientras que existe en otras variantes o con un contenido diferente, a precios que no se indican. Corresponde al órgano jurisdiccional remitente comprobar, en función de la naturaleza y de las características del producto, así como del soporte de la comunicación comercial utilizado, si la mención de un precio de partida permite al consumidor tomar una decisión sobre una transacción.

- (3) Una presentación escrita o visual del producto permite cumplir el requisito relativo a la indicación de las características del producto establecido en la Directiva 2005/29, incluso en el supuesto de que se utilice una misma presentación escrita o visual del producto para designar un producto ofrecido en varias variantes.
- (4) Puede bastar con que se indiquen determinadas características del producto, si el comerciante remite, por lo demás, a su sitio en Internet, siempre que dicho sitio contenga las informaciones esenciales relativas a las características principales del producto, al precio y al resto de requisitos, con arreglo a la Directiva 2005/29.
- (5) La mera indicación de un precio de partida en una invitación a comprar no puede considerarse *per se* constitutiva de una omisión engañosa. Incumbe al órgano jurisdiccional nacional determinar si la indicación de un precio de partida es suficiente para que los requisitos relativos a la mención de un precio establecidos en la Directiva 2005/29 se consideren cumplidos. Dicho órgano deberá comprobar, en particular, si la omisión de las modalidades de cálculo del precio final no impide al consumidor tomar una decisión sobre una transacción con conocimiento de causa y, en consecuencia, no le incita a tomar una decisión sobre una transacción que, de otro modo, no habría tomado. También le incumbe tomar en consideración los límites inherentes al soporte de comunicación utilizado, la naturaleza y las características del producto y el resto de medidas que el comerciante ha adoptado realmente para que dichas informaciones estén a disposición del consumidor.

Juan Ignacio Signes de Mesa

9. LEY DE CONTRATOS DE CRÉDITO AL CONSUMO

El 25 de junio de 2011 se publicó en el BOE la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, que deroga la anterior Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo.

La Ley ha incorporado al ordenamiento español la Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, que derogó la Directiva 87/102/CEE del Consejo, de 22 de diciembre. La Directiva 2008/48/CE ha tratado de promover un mercado crediticio más transparente, eficaz y protector de los consumidores.

La Ley se divide en ocho capítulos, compuestos en total por 36 artículos. La norma comienza con la definición legal de contrato de crédito al consumo y de las partes integrantes de éste. Se enumeran aquellos contratos excluidos de su ámbito de aplicación, habiendo aumentado el número de supuestos, debido en algunos de ellos a la existencia de normas especiales. Por último, se menciona la aplicación parcial de la Ley a diversas modalidades de descubierto.

La nueva Ley refuerza el deber de información que recae sobre el prestamista y el intermediario de crédito, que deberá realizarse por escrito o por soporte duradero, con anterioridad al contrato, durante su vigencia y para su extinción. La denominada oferta vinculante para el prestamista extiende su aplicación a catorce días naturales frente a los diez mencionados en la antigua Ley. Entre las principales novedades destaca la inclusión de un deber de «asistencia al consumidor previa al contrato», que consistirá en facilitarle, de forma individualizada, explicaciones sobre si el contrato propuesto se adecúa a sus necesidades y situación financiera. Asimismo, el prestamista deberá evaluar la solvencia del consumidor antes de que se celebre el contrato.

La Ley exige que el contrato conste por escrito o por otro soporte duradero y menciona de forma detallada el contenido que debe figurar en éste. Para determinados tipos de contratos de crédito impone unas exigencias adicionales. Se establece hoy que el incumplimiento de la forma escrita del contrato dará lugar a la anulabilidad de éste frente a la anterior nulidad.

Se prevé la posibilidad de que el consumidor ponga fin al contrato de crédito de duración indefinida sin necesidad de previo aviso, salvo que hayan acordado un plazo, que no podrá superar el mes. Por el contrario, el prestamista solo podrá hacerlo con un plazo de preaviso mínimo de dos meses. Este diferente tratamiento se demuestra también en el derecho de desistimiento que atribuye el legislador expresamente solo al consumidor, exigiéndole en todo caso el cumplimiento de ciertas obligaciones.

Se mencionan los deberes de información que recaen sobre el intermediario de crédito a favor de los consumidores, sin perjuicio de la señalada en la legislación sectorial.

Como medio alternativo a la resolución judicial de conflictos se establece el posible acceso a arbitrajes de consumo, a otras vías de solución de conflictos que figuren en la lista que publica la Comisión Europea sobre sistemas alternativos de resolución de conflictos o a los mecanismos previstos en la legislación sobre protección de los clientes de servicios financieros.

La Disposición final tercera que modifica el art. 519 LEC prevé la posibilidad de que el Ministerio Fiscal inste la ejecución de la sentencia en beneficio de los consumidores y usuarios afectados.

Blanca Villanueva García-Pomareda

10. CIRCULAR DE LA CNMV CONCERNIENTE A LA INFORMACIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EXTRANJERAS

Ante el incremento del número de instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC) extranjeras que se comercializaban en los últimos años en España, y consiguientemente, la intensificación del número de expedientes tramitados en la Comisión

Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV), y con el objetivo de conseguir una mayor agilidad, rapidez en la puesta a disposición del público de la información recibida y mayores garantías de calidad de la información, la Circular 2/2006, de 27 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, procedió a regular el envío a la CNMV de la información y la documentación relativa a las IIC extranjeras armonizadas y no armonizadas que se comercializan en España, las obligaciones de información a socios y partícipes, la comunicación del número de accionistas y patrimonio de acuerdo con el [art. 52 del Reglamento del IRPF](#), así como el envío de la información de carácter estadístico.

Ahora bien, con el propósito de facilitar el acceso de las IIC extranjeras armonizadas a los mercados de otros Estados miembros, la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, ha venido a establecer para ellas un nuevo procedimiento de notificación cuyo plazo de transposición concluyó el 30 de junio de 2011. Así mismo, el Reglamento núm. 584/2010 de la Comisión y la [Directiva 2010/42/UE de la Comisión](#), normativa que detalla el nuevo procedimiento, ha iniciado su aplicación el 1 de julio de 2011.

Como consecuencia de lo anterior, al amparo de la habilitación conferida a la CNMV en el [art. 19 del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre](#), de instituciones de inversión colectiva y en el art. 52 del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se ha dictado la Circular 2/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (publicada en el BOE de 22 de junio de 2011), que, derogando y sustituyendo la citada Circular 2/2006, viene a establecer las nuevas líneas a seguir en relación a la información exigida a las IIC extranjeras inscritas en los registros de la CNMV, y que tiene como resultado un procedimiento que simplifica el cauce de notificación y racionaliza la información que debe ser remitida a la CNMV. Efectivamente, estas circunstancias se ponen de manifiesto en tanto que el nuevo procedimiento de notificación que viene a establecer supone:

1.^o La modificación de las obligaciones de remisión de documentación de la IIC extranjera a la CNMV, dado que tal institución debe presentar la documentación pertinente ante la autoridad competente del Estado miembro de origen.

Entre dicha documentación se encuentra el escrito de notificación que contiene, por un lado, la parte A, con los datos de la IIC, y, por otro, la parte B, no armonizada, en la que se detalla la información sobre las disposiciones previstas para la comercialización de la IIC, en el Estado de acogida.

En este sentido, la comentada Circular 2/2011, de 9 de junio, desde su art. 1 determina la información específica que la IIC extranjera debe incluir en la parte B del escrito de notificación, estableciéndose un modelo normalizado de memoria de comercialización en el que se deberá incluir la siguiente información:

a) La identificación de la entidad encargada de representar a la IIC ante la CNMV, y, en particular, de remitir la información reclamada.

b) En el caso de IIC, con forma jurídica societaria, la identificación de la entidad comercializadora con establecimiento en España que designe la IIC, o su gestora para realizar la comunicación a que se refiere el art. 4 de esta Circular.

c) La identificación de la entidad con domicilio en territorio español responsable subsidiaria del pago de las tasas a la CNMV, de acuerdo con lo establecido en el art. 47 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, así como el volumen previsto a comercializar en España.

Por otra parte, se establece la obligación por parte de la entidad designada de mantener actualizada, por vía telemática, determinada información de la IIC extranjera.

2.º Se introducen determinados ajustes en las obligaciones de información a inversores.

De esta forma, en sintonía con lo anterior, y en relación en primer término con la obligación de información a socios y partícipes relativas a IIC extranjeras armonizadas, se viene a establecer que el cómputo del plazo de un mes a contar para que las entidades comercializadoras en España remitan a los partícipes o accionistas los sucesivos informes de contenido económico e informes anuales que se elaboren con posterioridad a la inscripción en la CNMV se efectúe desde la publicación de la citada información en el país de origen (art. 2.2 Circular 2/2011, de 9 de junio).

En segundo lugar, y en referencia a la obligación de información a socios y partícipes relativas a IIC extranjeras no armonizadas, se establece el deber para las entidades comercializadoras de IIC extranjeras no armonizadas de cumplir con las obligaciones de disponibilidad de la información, entrega de información previa a la suscripción y remisión periódica de información recogidos en la norma 2.ª 2 anterior.

3.º Se elimina el requisito de la inscripción en el Registro de la CNMV, de compartimentos, y se amplía el contenido de la comunicación a efectuar a la CNMV, de acuerdo con el art. 52 del Reglamento del IRPF, de manera que se incluyan los datos de los compartimentos y/o clases a que se refiere la información fiscal.

Efectivamente, de esta manera y a efectos de simplificación, el contenido de tal comunicación pasa a quedar integrado por la siguiente información:

- a) Datos identificativos de la IIC extranjera.
- b) Denominación de los compartimentos o subfondos comercializados en España, con más de 500 accionistas y de las clases de acciones que formen parte de dichos compartimentos o subfondos.
- c) Códigos ISIN de la IIC, compartimentos o subfondos y, en su caso, clases de acciones.
- d) Número total de accionistas del compartimento o subfondo.
- e) Patrimonio total de la IIC extranjera o del compartimento o subfondo.
- f) Fecha de referencia de los datos comunicados.

5.º En cuanto a las IIC no armonizadas, se elimina la obligación de remitir la información por vía telemática.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

11. INFORME DEL GRUPO DE REFLEXIÓN SOBRE EL FUTURO DEL DERECHO EUROPEO DE SOCIEDADES

El Grupo de Reflexión (*Reflection Group*) sobre el «Futuro del Derecho europeo de sociedades» ha sido constituido en diciembre de 2010 por la Comisión Europea a fin de elaborar un informe para la conferencia que iba a celebrarse en Bruselas los días 16 y 17 de mayo de 2011. En las tres reuniones plenarias que el grupo tuvo antes de esas fechas se redactaron los principios que ahora ven la luz en el interesante Informe del que aquí damos noticia. En él se abordan, tras una introducción que figura en el capítulo primero donde se recogen las orientaciones de política jurídica y metodológicas que informan el documento, tres grandes cuestiones: la movilidad transfronteriza de las sociedades (capítulo 2), la orientación del buen gobierno corporativo hacia la búsqueda de la viabilidad y maximización del valor a largo plazo (capítulo 3), y los grupos de sociedades (capítulo 4). El Informe concluye proponiendo una serie de interesantes recomendaciones que afectan a tres grandes temáticas:

- (i) la movilidad transfronteriza de las sociedades de capital, promoviéndola mediante la introducción de un régimen legal, bien mediante nuevas Directivas, bien modificando la actual Directiva de fusiones transfronterizas para convertirla en una de «movilidad transfronteriza»;
- (ii) la búsqueda del valor a largo plazo para el accionista, incentivando a los inversores a participar más activamente en su sociedad y premiando con mayores dividendos a quienes mantuviesen su inversión en la compañía durante un largo periodo de tiempo; y
- (iii) los grupos de sociedades, promoviendo su regulación y, muy especialmente, profundizando en la transparencia de la información societaria no sólo de sus componentes sino de la estructura de grupo concebida como un todo, y del reconocimiento por parte del derecho positivo del denominado «interés del grupo».

Este Grupo de Reflexión, como se refleja en el propio Informe, se nutre en buena medida de los frutos del trabajo de otro grupo de expertos universitarios (totalmente independiente, en tanto no se encuentra vinculado a ninguna institución europea ni de ningún tipo), el «European Model Company Act (EMCA) Group» que, como es conocido, viene trabajando desde el año 2007 en la elaboración de una suerte de Ley Modelo de Sociedades de Capital para Europa, y que ha sido invitado a participar —aun manteniéndose ambos como proyectos separados— en las reuniones del Grupo de Reflexión. De hecho, se plantea la posibilidad de que, una vez la redacción de la *European Model Company Act* haya concluido, su adopción (siempre voluntaria) por parte de los países europeos se proponga como una recomendación más del Grupo de Reflexión.

Mónica Fuentes Naharro

12. LA DIRECTIVA 2011/61/UE SOBRE LOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS

1. Antecedentes y contexto

1.1. La inversión colectiva en instrumentos financieros puede encauzarse mediante dos tipos de instituciones —que pueden adoptar la forma jurídica de sociedades o fondos— atendiendo a un criterio de «intensidad regulatoria»:

a) Primero, a través de instituciones de inversión colectiva reguladas respecto de las que las normas públicas limitan el tipo de activos financieros en los que pueden invertir y obligan a que diversifiquen su inversión atendiendo tanto al patrimonio de las propias instituciones (diversificación en origen) como al capital de las sociedades que emiten aquellos activos (diversificación en destino). Este primer tipo de instituciones de inversión colectiva se regula en la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) y en nuestra Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC).

b) Segundo, a través de instituciones de inversión colectiva libres o alternativas, denominadas en el ámbito anglosajón «hedge funds», que gozan de libertad para seleccionar el tipo de activos financieros en los que invierten y no están sometidas a coeficientes de diversificación obligatorios. Este segundo tipo de instituciones de inversión colectiva están reguladas en nuestro Ordenamiento por los arts. 43 y 44 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, que se ocupan de las disposiciones especiales de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIL) y de las Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIICIL); desarrollados por la Orden EHA/1199/2006 y por la Circular 1/2006, de la CNMV [sobre esta regulación, ver nuestras noticias sobre «El desarrollo reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (los denominados “hedge funds”)», en esta *RDBB*, núm. 102, 2006, pp. 290 y ss.; y sobre «Reforma del régimen reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (los denominados “hedge funds”) por el Real Decreto 362/2007», en esta *RDBB*, núm. 106, 207, pp. 195 y ss.; y nuestro estudio sobre «La regulación de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (los denominados “hedge funds”) en España», en la *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, núm. 22, 2007, pp. 63 y ss.].

1.2. El papel que estos «hedge funds» han desarrollado en la crisis financiera nacida en el verano de 2007 (ver nuestro estudio sobre «Crisis, regulación y supervisión de los mercados financieros. Reflexiones urgentes sobre el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las agencias de calificación crediticia», en la *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 5, 2009, pp. 55 y ss.) ha puesto de manifiesto los riesgos específicos que afectan a los inversores que participan en ellos y los abusos que pueden cometer sus

gestores. En consecuencia, se ha considerado que era necesario paliar la ausencia de regulación comunitaria promulgando la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010 (DOUE L 174 de 1-7-2011).

1.3. Lo primero que destaca de esta Directiva 2011/61/UE es su extensión, ya que cuenta con 95 considerandos, 71 artículos y 4 anexos; y su complejidad, ya que la mayoría de sus preceptos muestran una redacción «atormentada» que une a su desmesurado volumen la dificultad extrema de entender los mandatos que formulan. Valga como ejemplo el art. 37, que se compone de 23 apartados que ocupan 6 páginas del DOUE. En definitiva, es una disposición que, siguiendo la que viene a ser una pauta habitual en la normativa comunitaria que regula los mercados financieros, va derechamente en contra de las pautas elementales de redacción de las normas jurídicas; porque sus normas no son claras, ni concisas, ni unívocas.

2. Objeto y ámbito de aplicación: los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos

2.1. El objeto de la Directiva es regular la autorización, el ejercicio continuo de la actividad y la transparencia de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (GFIA) que gestionen o comercialicen Fondos de Inversión Alternativos (FIA) en la Unión Europea, y lo hace conforme al paradigma común a la regulación de los intermediarios financieros, esto es, ocupándose de las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de aquellos GFIA.

2.2. Hay que resaltar que el ámbito de aplicación de esta Directiva resulta expresamente ajeno al propio de la Directiva 2009/65/CE sobre los OICVM tanto porque los fondos (FIA) se definen como aquellos organismos de inversión colectiva que no requieran autorización conforme a aquella Directiva de 2009 como porque sus gestores (GFIA) no deben estar habilitados para gestionar OICVM.

2.3. Por último, aun cuando la Directiva de 2011 dice expresamente que no regula los FIA, que por ello deben poder seguir siendo regulados y supervisados a nivel nacional (considerando 10), es lo cierto que de sus preceptos se deduce que estos fondos comparten la estructura triangular que es común a todo tipo de fondos de inversión ya que su gestor (GFIA) deberá asegurarse de que, para cada FIA que gestione, se designe un único depositario que será una entidad de crédito, empresa de inversión o institución habilitada al efecto que tendrá las funciones habituales de custodia de los activos del FIA, de intervención en las operaciones sobre las participaciones de los FIA y de vigilancia de la gestión desarrollada por el GFIA (art. 21) [cfr. nuestro estudio sobre «La gestión y la custodia de los hedge funds», en RICO ARÉVALO, B. (Dir.), *Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»*, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, pp. 91 y ss.).

3. Condiciones de acceso a la actividad de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos

3.1. El acceso a la actividad de gestión de los FIA se condiciona a la autorización por un Estado miembro en los términos previstos en la Directiva, que contempla la doble posibilidad de que se designe como GFIA bien a un gestor externo, como persona jurídica designada por el FIA, o bien a un gestor interno, que será el propio FIA, que quedará autorizado como GFIA (art. 5). Además, las empresas de inversión y las entidades de crédito no requerirán aquella autorización para actuar como gestores externos de los FIA. En todo caso, estos gestores externos podrán prestar, junto al servicio principal de gestión de los FIA, otros servicios accesorios (art. 6, ver el anexo I sobre las «funciones de gestión de inversiones que como mínimo debe llevar a cabo un GFIA al gestionar un FIA» y sobre «otras gestiones que un GFIA puede también desarrollar en el curso de la gestión colectiva de un FIA»).

3.2. Los GFIA deberán solicitar la autorización a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen, adjuntando información relacionada con ellos mismos y con los FIA que tengan previsto gestionar (art. 7) y acreditar la disposición de un capital inicial y unos fondos propios proporcionados al valor de las carteras de los FIA que gestionen (art. 9).

3.3. Los GFIA deberán notificar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen toda modificación material de las condiciones de concesión de la autorización inicial (art. 10), y aquellas autoridades podrán revocar la autorización en caso de inactividad inicial, falsedad en las declaraciones realizadas para lograrla, incumplimiento sobrevenido de los requisitos, etc. (art. 11).

4. Condiciones de ejercicio de la actividad de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos

4.1. Durante su actuación, los GFIA deberán cumplir una serie de requisitos operativos que afectan a su remuneración, a la prevención y gestión eficiente de conflictos de intereses, a la gestión del riesgo de las carteras que administren, a la gestión de la liquidez de cada FIA y a la inversión en posiciones de titulización (arts. 12 a 17, ver el Anexo II sobre «política remunerativa»). Además, han de cumplir unos requisitos de organización que garanticen que emplean recursos humanos y técnicos adecuados y oportunos para la correcta gestión de los FIA (art. 18).

4.2. Cuando los GFIA se propongan delegar en terceros el ejercicio en su nombre de una o varias de sus funciones de administración de uno o varios FIA, deberán informar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen y cumplir las condiciones de justificación, idoneidad del delegado, conservación de la supervisión por el GFIA que delega, etc. (art. 20).

4.3. Los GFIA deberán cumplir, para cada uno de los FIA de la UE o de los FIA que comercializa en la UE, los requisitos de transparencia consistentes en elaborar un informe anual e informar tanto a los inversores como a las autoridades competentes (arts. 22 a 24, ver los Anexos III y IV sobre la «documentación e información que se

ha de facilitar en caso de comercialización prevista en el Estado miembro de origen del GFIA» y en «Estados miembros distintos del Estado miembro de origen del GFIA»).

4.4. Las condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA se adaptan a determinados tipos específicos de FIA y así se establecen disposiciones especiales para los GFIA que gestionan FIA apalancados o FIA que adquieran el control de sociedades no cotizadas y de emisores (arts. 25 a 30).

4.5. La comercialización transfronteriza de las participaciones de los FIA por los GFIA presenta un especial desarrollo y complejidad, y la Directiva clasifica las distintas situaciones en función de dónde están ubicados los FIA y los GFIA (dentro o fuera de la UE) y dónde se produce la comercialización de sus participaciones (en un Estado miembro de la UE, que a su vez puede ser el Estado miembro de origen del GFIA o no; o un Estado extracomunitario). De tal manera que la Directiva regula las siguientes hipótesis: comercialización de participaciones de FIA de la UE en el Estado miembro de origen del GFIA (art. 31), comercialización de participaciones de FIA de la UE en Estados miembros distintos del Estado miembro de origen del GFIA (art. 32), comercialización de participaciones de FIA de la fuera de la UE, con pasaporte, gestionado por un GFIA de la UE (art. 35), comercialización de participaciones de FIA de fuera de la UE, sin pasaporte, gestionado por un GFIA de la UE (art. 36), comercialización de participaciones de FIA de la UE, gestionado por un GFIA de fuera de la UE (art. 39), comercialización de participaciones de FIA de fuera de la UE, con pasaporte, gestionado por un GFIA de fuera de la UE (art. 40). En relación con estas dos últimas hipótesis, se regulan las condiciones de autorización de GFIA de fuera de la UE que se propongan gestionar FIA de la UE o comercializar FIA gestionados por dicho GFIA (art. 37) y el sistema de análisis por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) de la autorización y supervisión de GFIA de fuera de la UE (art. 38). También se regulan las condiciones especiales de comercialización de participaciones de FIA por GFIA a inversores particulares (art. 43).

4.6. La Directiva también contempla las distintas hipótesis de gestión transfronteriza de FIA y así distingue las condiciones para la gestión de FIA de la UE establecidos en otros Estados miembros (art. 33), las condiciones aplicables a los GFIA de la UE que gestionen FIA de fuera de la UE no comercializados en los Estados miembros (art. 34), y las condiciones para la gestión de FIA de la UE establecidos en Estados miembros distintos del Estado miembro de referencia por GFIA de fuera de la UE (art. 41).

5. Control público de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos

5.1. El primer nivel de este control público corresponde a las autoridades competentes designadas por los Estados miembros de origen de los GFIA, que tendrán las facultades de supervisión cautelar precisas para garantizar el cumplimiento de las condiciones de acceso y ejercicio de su actividad y la potestad de adoptar medidas y sanciones administrativas cuando se produzcan infracciones de las disposiciones nacionales que incorporen las normas de armonización comunitaria (arts. 44 y ss.).

5.2. El segundo nivel del control público de los GFIA se establece a través de mecanismos de cooperación de las distintas autoridades nacionales competentes (arts.

50 y ss.) y de las directrices de coordinación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) (art. 47).

6. Modificaciones de diversas normas comunitarias

La entrada en vigor de la Directiva 2011/61/UE obliga a modificar el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia; el Reglamento (UE) núm. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y se deroga la Decisión núm. 2009/77/CE de la Comisión; y la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM).

Alberto Javier Tapia Hermida

13. CONSULTA SOBRE CAMBIOS REFERIDOS AL SISTEMA DE DEFENSA DE LA CLIENTELA EN GRAN BRETAÑA

En mayo de 2011, la *Financial Services Authority* ha sometido a consulta pública un documento referido al equivalente de nuestros Servicios de Reclamaciones o Defensa de la Clientela: el *Financial Ombudsman Service*. En el mencionado documento («Consumer complaints: The ombudsman award limit and changes to complaints-handling rules», CP11/10 y que puede consultarse en <www.fsa.gov.uk>) se completa una previa consulta en esta materia con vistas a introducir ciertos cambios en las reglas conforme a las que se tramitan las reclamaciones de los clientes bancarios, las *Dispute Resolution Complaints (DISP)*.

Las innovaciones principales se refieren a la posibilidad de que el Ombudsman resuelva reclamaciones hasta un importe de 150.000 libras, junto con cambios relativos al procedimiento de las reclamaciones.

Se prevé que los cambios entren en vigor a partir del 1 de enero de 2012.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

14. DISPOSICIONES EUROPEAS EN MATERIA DE LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y REGULACIÓN NACIONAL DE LA PROFESIÓN NOTARIAL

El pasado 24 de mayo tuvo lugar la lectura pública de las sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en los asuntos C-47/08, C-50/08, C-51/08, C-53/08, C-54/08 y C-61/08. En esencia, la Gran Sala del Tribunal de Justicia ha declarado que

Bélgica, Francia, Luxemburgo, Austria, Alemania y Grecia han incumplido las obligaciones que les incumben en virtud del artículo 49 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) (*libertad de establecimiento*) al imponer un requisito de nacionalidad para el acceso a la profesión de notario.

Es importante señalar que el aspecto más relevante en los asuntos anteriores no se encontraba en dilucidar si las cláusulas de nacionalidad controvertidas constituían una violación de las disposiciones en materia de libertad de establecimiento. Ello podía considerarse *prima facie* como evidente. Ahora bien, para llegar a esta conclusión, el Tribunal de Justicia había de pronunciarse, con carácter previo, sobre una cuestión más compleja, y de mayor trascendencia si cabe, como era la de saber si la función notarial, fundamentalmente en los Estados miembros de tradición latina, se encuentra ligada al ejercicio del poder público. Históricamente, con arreglo a ciertas excepciones previstas en el Tratado (entre otras, el artículo 51 TFUE), los Estados miembros han podido excluir determinadas actividades profesionales del ámbito de aplicación de las disposiciones de mercado interior y reservado así a sus nacionales el acceso a determinadas funciones en la Administración pública.

En los asuntos citados, los Estados miembros alegaron que el notario es un delegado de la potestad pública del Estado y que, en consecuencia, conserva la calidad de funcionario público. Asimismo, señalaron que la actividad principal de los notarios, tal y como era descrita en sus ordenamientos, consistía en la formalización, con las solemnidades exigidas, de documentos autenticados, sobre los cuales emitían además un juicio de legalidad. Mediante escritura pública, el notario conferiría autoridad a los documentos que autoriza, los cuales, a su vez, gozarían de valor probatorio y de fuerza ejecutiva.

Sin embargo, los argumentos anteriores no han sido acogidos por el Tribunal de Justicia. En particular, el Tribunal de Justicia se ha inclinado por considerar que la función de autenticación atribuida al notariado no está, en sí misma, directa y específicamente relacionada con el ejercicio del poder público en el sentido del Tratado (C-47/08, apdo. 92). Si bien ha estimado que el notario lleva a cabo su labor en aras de un objetivo de interés general, éste es, el de garantizar la legalidad y la seguridad jurídica de los actos celebrados entre particulares, la persecución de este objetivo no justificaría por sí sola la consideración de que los notarios ejercen una función de poder público (C-47/08, apdo. 95).

En principio, como consecuencia más inmediata del fallo del Tribunal de Justicia, cabe interpretar que las disposiciones de mercado interior pueden ser aplicadas a las normas nacionales reguladoras de la profesión notarial. Siendo esto así, es probable que los atributos particulares relativos al estatuto y a la organización del notariado, que les diferencian de otras profesiones, sean examinados a la luz tanto de las normas de libre circulación (fundamentalmente, libertad de establecimiento) como de las normas de competencia por parte de la Comisión y/o el Tribunal de Justicia. En el ámbito de la libertad de establecimiento, algunos de los atributos reconocidos en el ordenamiento jurídico de un Estado miembro podrían ser considerados como una violación del artículo 49 TFUE si, de acuerdo con la jurisprudencia, suponen una «*discriminación directa o indirecta*» para los notarios de otro Estado miembro que deseen establecerse en

él; o si, simplemente, tienen como efecto «*impedir*» o «*hacer menos atractiva*» la libre circulación de notarios en el territorio de la Unión Europea (v. asunto Gerbhard, C-55/94).

Ahora bien, el hecho de constatar que una determinada reglamentación profesional constituye una violación de la libertad de establecimiento no significa que no pueda ser justificada. De hecho, un examen de la jurisprudencia en este ámbito muestra que el Tribunal de Justicia ha admitido un amplio abanico de justificaciones presentadas por los Estados miembros. A título de ilustración, el Tribunal de Justicia ha considerado que el requisito de estar colegiado en una organización profesional o de pasar determinadas pruebas de acceso para ejercer una determinada profesión puede justificarse por la necesidad de asegurar el respeto de ciertos principios deontológicos, por cuestiones de responsabilidad y por cuestiones de organización profesional.

En las sentencias citadas, el Tribunal de Justicia ha incluido un apartado de singular trascendencia en este sentido. Según el Tribunal de Justicia (asunto C-47/08, apdo. 96):

«[...] la circunstancia de que las actividades notariales persigan fines de interés general tendentes, en particular, a garantizar la legalidad y la seguridad jurídica de los actos celebrados entre particulares, constituye una razón imperiosa de carácter general que sirve de justificación a posibles restricciones del artículo 43 CE derivadas de las particularidades que caracterizan la actividad notarial, tales como la organización de los notarios a través de los procedimientos de selección que les resultan aplicables, la limitación de su número o de sus competencias territoriales, o incluso su régimen de remuneración, de independencia, de incompatibilidad o de inamovilidad, siempre que estas restricciones sean adecuadas para la consecución de dichos objetivos y necesarias para ello».

A la luz del párrafo anterior, parece razonable pensar que las limitaciones a la libertad de establecimiento que se deriven de las singularidades del estatuto y de la organización del notariado en los Estados miembros podrían ser justificadas. No obstante, cabe destacar nuevamente que el análisis de la aplicación de la libertad de establecimiento no acabaría aquí. En efecto, el atributo para el cual se encuentre una justificación deberá además respetar el *principio de proporcionalidad* (v. asunto Gerbhard, C-55/94, apdo. 37). Con arreglo a este último, se habrá de demostrar, en primer lugar, que la medida en cuestión es adecuada para la consecución de la justificación alegada; y, en segundo lugar, que la medida no excede de lo necesario para el cumplimiento del objetivo previsto, y que no existen otros medios menos restrictivos que pudieran conducir al mismo resultado.

Los asuntos citados pueden encontrarse en <curia.europa.eu>.

Juan Ignacio Signes de Mesa

15. PUBLICACIÓN DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE AUDITORÍA DE CUENTAS

El pasado 2 de julio de 2011 se publicó en el Boletín Oficial del Estado el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, en vigor desde el día siguiente a su publicación. Nos encontramos ante otra refundición relevante dentro del ordenamiento societario que, por otra parte, consolida el largo recorrido de las sucesivas modificaciones legislativas sufridas por la Ley de Auditoría de Cuentas desde su promulgación en julio de 1988.

Como se indica en su Exposición de Motivos, el nuevo texto refundido sistematiza, armoniza y unifica la normativa aplicable a la actividad de auditoría de cuentas dando así cumplimiento a lo previsto en la Disposición Final Segunda de la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

De conformidad con su Disposición derogatoria única, han quedado derogadas la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Disposición adicional decimotercera de la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado, el artículo 104 de la Ley 31/1991, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado, las Disposiciones adicionales tercera y cuarta de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, la Disposición adicional sexta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito al sistema financiero de la Comunidad Europea, la Disposición adicional octava de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, que regula el Mercado de Valores, la Disposición adicional tercera de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidaciones de valores, los artículos 48 a 53 y Disposición adicional decimocuarta de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, el artículo 104 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, la Disposición adicional quinta de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional, la Disposición final cuarta de la Ley 34/2007, de 15 de noviembre, de Calidad del Aire y Protección de la Atmósfera y, por último, la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

El texto legislativo se estructura en cuatro capítulos, cinco disposiciones adicionales, cinco disposiciones transitorias y seis disposiciones finales. El capítulo I («De la auditoría de cuentas») regula su ámbito de aplicación, el contenido mínimo del informe de auditoría de cuentas, la auditoría de cuentas consolidadas y la normativa reguladora de la auditoría de cuentas. El capítulo II («Requisitos para el ejercicio de la auditoría de cuentas») contempla los requisitos de acceso e inscripción en el Registro

Oficial de Auditores de Cuentas. El capítulo III («Ejercicio de la actividad de auditoría de cuentas») regula el régimen de independencia, responsabilidad civil, fianza obligatoria, deberes y obligaciones de los auditores de cuentas y de las sociedades de auditoría. Por último, el capítulo IV («Sistema de supervisión pública de la auditoría de cuentas») prevé el sistema de supervisión pública de la actividad de auditoría de cuentas regido por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (en adelante, ICAC).

En este sentido, el ámbito de aplicación del texto refundido (capítulo I) se circunscribe a la regulación de la actividad de auditoría de cuentas y de cuentas consolidadas consistente en la verificación de las cuentas anuales y de otros estados financieros para dictaminar si, en el marco normativo de la información financiera, expresan la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la entidad auditada así como, en su caso, la concordancia con el informe de gestión. Dicho marco normativo de la información financiera se precisa como el conjunto de normas, principios y criterios establecidos en la normativa de la Unión Europea sobre las cuentas consolidadas, el Código de Comercio y la restante legislación mercantil, el Plan General de Contabilidad y las normas de desarrollo aprobadas por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

La verificación de las cuentas anuales deberá ser realizada necesariamente por un auditor de cuentas o sociedad de auditoría mediante la emisión del correspondiente informe de auditoría de cuentas. A estos efectos, el auditor de cuentas es toda persona física debidamente autorizada por el ICAC (o por las autoridades competentes de otro país) para realizar la actividad de auditoría de cuentas e inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas. Por su parte, se consideran sociedades de auditoría aquellas personas jurídicas que, con independencia de su tipo mercantil, se hallan debidamente autorizadas para el ejercicio de la actividad de auditoría e inscritas en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas.

En el marco de la regulación de la auditoría de cuentas se consideran entidades de interés público las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, las entidades de crédito y las entidades aseguradoras sometidas a la supervisión del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones u otros organismos autonómicos con competencias de supervisión de las entidades aseguradoras, las entidades que reglamentariamente se determinen y los grupos de sociedades en las que se integran las entidades de interés público.

Respecto del contenido del informe de auditoría, el documento deberá incluir la identificación de la sociedad auditada, las cuentas anuales objeto de auditoría, la indicación expresa de que han sido formuladas por el órgano de administración de la entidad, el marco normativo de la información financiera aplicable, las personas físicas o jurídicas encargadas del trabajo y de aquellas a las que se dirige, la descripción del alcance de la auditoría, la información sobre la responsabilidad del auditor de cuentas o sociedad de auditoría y la opinión del auditor que, en todo caso, deberá expresarse de forma clara y precisa. Esta opinión técnica podrá ser favorable, con salvedades, desfavorable o denegada.

Asimismo, el informe de auditoría deberá acompañarse de la totalidad de documentos que componen las cuentas anuales auditadas y, en su caso, el informe de gestión, incluyendo la firma de las personas que lo hayan realizado y la fecha del mismo, que deberá corresponderse con la de finalización del procedimiento de auditoría. Para su realización, las entidades auditadas deberán facilitar a los auditores cuanta información sea necesaria, y dichos auditores están obligados a requerir toda la información que precisen para la elaboración del informe de auditoría.

Respecto de los requisitos para el ejercicio de la auditoría de cuentas (capítulo II), los auditores de cuentas sólo podrán ser inscritos en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas si reúnen los requisitos de mayoría de edad, nacionalidad española (o la de alguno de los Estados miembros de la Unión Europea), ausencia de antecedentes penales por delitos dolosos y obtención de la correspondiente autorización del ICAC. Dicha autorización se concederá a aquellos que hayan obtenido una titulación universitaria, hayan seguido programas de enseñanza teórica, hayan adquirido formación práctica por un período mínimo de tres años y hayan superado un examen de aptitud profesional organizado y reconocido por el Estado.

No obstante, no se exigirá el requisito de titulación universitaria a quienes, cumplidos el resto de los requisitos, hayan cursado estudios u obtenido títulos que les faculten para el ingreso en la Universidad y hayan adquirido formación práctica en el ámbito financiero y contable durante un período mínimo de ocho años de los cuales, al menos, cinco hayan sido realizados con un auditor de cuentas o sociedad de auditoría de cuentas.

El examen de aptitud se realizará mediante el sistema de convocatoria única, a propuesta conjunta de las Corporaciones representativas de los auditores de Cuentas y, subsidiariamente, por el ICAC previa aprobación por éste de la convocatoria que se publicará mediante Orden del Ministerio de Economía y Hacienda. Las personas con titulación universitaria de carácter oficial de las reguladas en la Ley Orgánica 6/2001, de 21 de diciembre, de Universidades se hallan dispensados del examen de aptitud profesional de las materias superadas en los estudios requeridos para la obtención del título académico.

Por su parte, las sociedades de auditoría sólo podrán inscribirse en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas si las personas físicas que realizan los trabajos y firman en su nombre los informes de auditoría de cuentas están autorizadas para ejercer la actividad en España, la mayoría de los derechos de voto corresponden a auditores de cuentas o sociedades de auditoría debidamente autorizados y la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad son socios auditores de cuentas o sociedades de auditoría. La dirección y firma de los trabajos de auditoría realizados por dichas sociedades corresponderá a uno o varios de los socios auditores designados a estos efectos por la sociedad de auditoría.

Tanto las sociedades de auditoría como los auditores de cuentas causarán baja, temporal o definitiva, en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas en caso de incumplimiento de cualquiera de los requisitos exigidos para su inscripción, renuncia voluntaria, sanción administrativa o incumplimiento de la obligación de prestar la fianza exigida legalmente para responder por los daños que puedan causar en el ejerci-

cio de su actividad. Asimismo, el texto refundido regula los requisitos para la inscripción en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas de las sociedades de auditoría y de los auditores de cuentas autorizados en otros estados miembros de la Unión Europea o en terceros países y de los empleados públicos cuyas funciones se hallen relacionadas con la auditoría de cuentas del sector público o de las entidades financieras aseguradoras.

En lo relativo al ejercicio de la actividad de auditoría de cuentas (capítulo III), el Real Decreto Legislativo recoge el principio general de independencia de los auditores de cuentas y de las sociedades de auditoría, así como su deber de adopción de las medidas que salvaguarden dicha independencia. A estos efectos, el ICAC es el organismo encargado de supervisar el cumplimiento adecuado de dicho deber de independencia.

El texto refundido prevé, asimismo, determinadas causas de incompatibilidad que presuponen la insuficiente independencia del auditor. Así, entre otras, se consideran causas de incompatibilidad la condición de directivo, administrador o apoderado general del auditor de cuentas en la sociedad auditada, la existencia de un interés financiero significativo en dicha entidad o la existencia de vínculos de matrimonio, consanguinidad o de afinidad con los empresarios, administradores o responsables financieros de la entidad auditada. Además, se considera causa de incompatibilidad la prestación de servicios de abogacía a la sociedad auditada, salvo que dichos servicios sean prestados por personas jurídicas distintas, con órganos de administración diferentes y que no se refieran a la resolución de litigios sobre cuestiones que puedan incidir significativamente en los estados financieros del período auditado.

Para el supuesto de auditoría obligatoria, el plazo inicial del contrato de auditoría no podrá ser inferior a tres años ni superior a nueve y, una vez finalizado dicho plazo, podrá ser renovado por períodos sucesivos de tres años. La finalización del plazo inicial o de cualquiera de sus prórrogas, sin manifestación en contrario de cualquiera de las partes, conllevará la renovación automática del contrato por un período adicional de tres años. Asimismo, en el caso de auditoría de entidades de interés público y de aquellas cuyo importe neto de la cifra de negocios sea superior a cincuenta millones de euros, será obligatoria la rotación del auditor de cuentas firmante del informe de auditoría una vez transcurrido el plazo de siete años del contrato inicial. A estos efectos, para que el mismo auditor pueda desarrollar la actividad de auditoría en dicha sociedad deberán transcurrir, al menos, dos años adicionales.

En cuanto a las prohibiciones posteriores a la finalización de la auditoría, los auditores de cuentas y las sociedades de auditoría (así como en determinados supuestos sus socios o auditores) no podrán formar parte de los órganos de administración o dirección de la entidad auditada, de las entidades del grupo al que ésta pertenezca o de las entidades que sean controladas por personas que se hallen bajo una dirección única ni tener un interés financiero significativo en cualquiera de dichas entidades durante el plazo de dos años posteriores a la fecha de la auditoría.

El plazo legal de conservación de la documentación de cada auditoría es de cinco años desde la fecha del informe y, por otra parte, los auditores de cuentas, las sociedades de auditoría y todas las personas que han intervenido en su elaboración están

sometidos al deber de secreto de la información a la que han accedido en el ejercicio de su actividad. Asimismo, dichos auditores y sociedades de auditoría deberán publicar en sus páginas web un informe anual de transparencia que incluya información sobre su identidad, forma jurídica, la identidad de sus socios y administradores, sus sistemas de control de calidad y procedimientos de salvaguarda de la independencia, su política de formación, las entidades de interés público auditadas en el último ejercicio y su volumen de negocios, así como las bases de remuneración de sus socios.

En lo relativo a los honorarios y la responsabilidad de los auditores de cuentas y las sociedades de auditoría, sus honorarios deberán ser pactados con anterioridad al inicio de la auditoría, no podrán estar influidos por la prestación de otros servicios adicionales a la entidad auditada y deberán ser comunicados al ICAC detallando la parte correspondiente al trabajo de auditoría de cuentas de la de otros servicios prestados a la misma entidad. Asimismo, los auditores de cuentas responderán, frente a la entidad o terceros, por los daños y perjuicios derivados del incumplimiento de sus obligaciones, extendiéndose dicha responsabilidad civil tanto a la sociedad de auditoría como al auditor firmante del informe de auditoría.

Respecto del sistema de supervisión pública de la auditoría de cuentas (capítulo IV), la potestad supervisora y sancionadora se halla atribuida al ICAC para su ejercicio en los términos previstos en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común y sus reglamentos de desarrollo. A estos efectos, el texto refundido clasifica las infracciones en leves, graves y muy graves (con un plazo de prescripción de uno, dos y tres años, respectivamente) estableciendo, asimismo, las sanciones aplicables en cada caso.

De conformidad con su Disposición adicional primera, deberán someterse, en todo caso, a la auditoría de cuentas las entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, las sociedades emisoras de obligaciones en oferta pública, las entidades que se dediquen habitualmente a la intermediación financiera y, en todo caso, las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación, la Sociedad de Sistemas, las entidades de contrapartida central, la Sociedad de Bolsas, las sociedades gestoras de fondos de garantía de inversiones, las entidades financieras inscritas en los registros del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las sociedades cuya actividad se halle sujeta al texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, los Fondos de Pensiones y sus entidades gestoras, las sociedades que reciban subvenciones o realicen obras o servicios con organismos públicos en los términos previstos por el Gobierno y, por último, las sociedades que superen los límites que se establezcan reglamentariamente respecto de su cifra de negocios, el importe total del activo y el número medio anual de empleados.

Por su parte, la Disposición adicional cuarta regula expresamente la responsabilidad de las sociedades de auditoría extinguidas por las sanciones de multa impuestas a dichas sociedades y la responsabilidad de sus socios y de las personas beneficiarias de la operación tanto en los supuestos de extinción con disolución y liquidación de la sociedad como en los de extinción sin liquidación o de disolución encubierta, entendi-

da como la continuación de la actividad de la sociedad manteniendo sustancialmente sus clientes, proveedores y empleados.

Por último, las entidades sometidas a la supervisión del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o cualquier órgano autonómico con competencias supervisoras de las entidades aseguradoras deberán remitir copia del informe de auditoría de las cuentas anuales a las autoridades supervisoras. Asimismo, los auditores de cuentas deberán comunicar inmediatamente a los organismos supervisores cualquier información obtenida en el ejercicio de sus funciones de la que se desprenda una violación legal grave de las normas regulatorias de la actividad de la entidad auditada, que suponga un riesgo grave en términos de solvencia o de continuidad de la explotación de la entidad, que impida la emisión del informe de auditoría o que implique la emisión de una opinión desfavorable, denegada o con salvedades (Disposición final primera).

Alejandra Martínez Pérez-Espinosa

16. EL APOYO A LOS DEUDORES HIPOTECARIOS EN EL REAL DECRETO-LEY 8/2011

El Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio (BOE de 7 de julio; su convalidación, por medio de la Resolución de 14 de julio de 2011, se publicó en el BOE de 22 de julio de 2011) tiene un contenido heterogéneo, del que interesa resaltar aquí las distintas medidas orientadas al apoyo del deudor hipotecario. La realidad informativa viene deparando constantes noticias sobre los problemas sociales que acompañan a las ejecuciones hipotecarias. Al margen de actuaciones colectivas de protesta o resistencia a procesos ejecutivos hipotecarios, lo cierto es que el mercado hipotecario viene dando lugar a una situación de notable impacto social como consecuencia de la negativa evolución económica. El desempleo y la consiguiente incapacidad de amortización de préstamos hipotecarios, unidos al drama que supone para un deudor y su familia la pérdida de su vivienda habitual, han animado a la incorporación en el citado Real Decreto-ley de distintas medidas de protección de familias con menores ingresos y de corrección de algunos aspectos de la ejecución hipotecaria que daban lugar a situaciones abusivas o de «*malbaratamiento*» de los bienes hipotecados. Medidas que debían garantizar al mismo tiempo la conservación de los elementos fundamentales de nuestro sistema hipotecario.

Las medidas se concretan en el Capítulo I del Real Decreto-ley. El art. 1, ante el supuesto de que la venta del bien hipotecado resultara insuficiente para cubrir el crédito garantizado, eleva los límites que hacen inembargable el salario, sueldo, pensión, retribución o su equivalente (art. 607.1 Ley de Enjuiciamiento Civil).

El art. 2 se ocupa de reformar las disposiciones aplicables a la adjudicación por el acreedor hipotecario de la vivienda hipotecada, supuesto que había generado algunas

recientes y controvertidas decisiones judiciales que alcanzaron notable impacto. La medida esencial consiste en modificar las facultades reconocidas al ejecutante por el art. 670.4, párrafo segundo LEC cuando la mejor postura ofrecida en subasta fuera inferior al 70% del valor por el que se subastó el bien. En tal caso, si el ejecutado no lleva a cabo la presentación de un tercero que mejore tal postura, el ejecutante seguirá disponiendo del plazo de cinco días para pedir la adjudicación del inmueble por el 70% de dicho valor o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos, siempre que esta cantidad sea superior a la mejor postura y, como novedad, que también sea superior al 60% de su valor de tasación.

Por último, el art. 3 modifica el supuesto regulado en el art. 671 LEC para aquellos casos en que no hubiera postor en la subasta. En esta situación se permite al acreedor que pida la adjudicación de los bienes hipotecados por una cantidad que sea igual o superior al 60% de su valor de tasación, frente al límite anteriormente fijado en el 50% de dicho valor. De forma sorprendente, desaparece la posibilidad de que el acreedor pida la adjudicación de los bienes en este caso por la total cantidad que se le deba por todos los conceptos. A primera vista la eliminación de esta posibilidad que anteriormente recogía el referido art. 671 LEC parece ir en contra de los intereses del deudor hipotecario. Sin embargo, hay que interpretar la nueva redacción de este artículo en el sentido de que lo que se excluye es que el acreedor pueda adjudicarse el inmueble por el total valor de lo que se le deba, cuando esta cantidad sea inferior al 60% del valor de tasación del bien hipotecado. Sin embargo, la redacción dada al artículo 671 LEC no impide que el acreedor pueda adjudicarse el inmueble por el total valor de lo que se le deba cuando este importe sea igual o superior al 60% de su valor de tasación.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

DILLER, M./ARNOLD, C., «Vergütungsverordnungen für Banken und Versicherungen: Pflicht zum Mobbing?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 18 (2011), p. 837.

LAMANDINI, M., «To What Extent Did Financial Regulation and Supervision Fail in Preventing The Crisis?», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 477.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

FERRI, G.B., «Riflessioni sul Diritto privato europeo», en *Europa e Diritto privato* n.º 1 (2011), p. 1.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

BAUMS, T., «Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 160.

KLEINDIEK, D., «Eigenkapital im nationalen und internationalen Bilanzrecht: Kapitalabgrenzung nach IFRS und HGB», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 247.

RUDOLPH, B., «Eigenkapitalanforderungen in der Bankregulierung», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 284.

SCHÄFER, F.A., «Eigenkapital im Bankaufsichtsrecht und Basel III», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 319.

SCHÜLLER, J./MITZNER, K., «Die neuen Eigenkapitalanforderungen für (Rück-) Versicherungsunternehmen nach Solvency II», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 338.

WÜSTEMANN, J./BISCHOF, J., «Eigenkapital im nationalen und internationalen Bilanzrecht: Eine ökonomische Analyse», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 210.

— CAJAS DE AHORROS

BUENO, N./GIRBAU, R./YBAÑEZ, J., «Fusión de cajas de ahorros, participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas y fondo de reestructuración ordenada bancaria», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 135.

MARTÍ MORENO, J., «Las cuotas participativas», Valencia (2011), 190 pp.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

FERRO-LUZZI, P., «La «ridefinizione» dell'assetto proprietario della Banca d'Italia», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 292.

FIDONE, G., «Il giudizio di opposizione alle sanzioni della Consob e della Banca d'Italia ex art. 195 del d. lgs. 58/1998», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 6, parte 2.ª (2010), p. 1056.

LEHMANN, M./MANGER-NESTLER, C., «Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem», en *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* n.º 1 (2011), p. 2.

MAYER, M., «Die gegenwärtige und künftige Rolle der Europäischen Zentralbank bei der Verhütung und Bewältigung von Finanzkrisen», en *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* n.º 1 (2011), p. 25.

— CONTRATOS BANCARIOS

BENEDETTI, L., «La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 414.

BOSSU, W., «Securities Holding Regimes and Bank Regulation Law: Cold War, Peaceful Co-Existence or Friendly Alliance?», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 665.

CONWAY, M.R., «With or Without You: Debt and Equity and Continuity of Interest», en *Stanford Journal of Law, Business & Finance* n.º 2 (2010), p. 261.

EICHTEN, M., «The Computer Fraud and Abuse Act- A Survey of Recent Cases», en *The Business Lawyer* n.º 1 (2010), p. 231.

FLEMING, M.E./DORRAIN, K.F., «Survey of the Law of Cyberspace: Introduction», en *The Business Lawyer* n.º 1 (2010), p. 155.

GODEFROID, C., «Zulässigkeit von Bearbeitungsgebühren bei Verbraucherratenkrediten», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 20 (2011), p. 947.

MADRID PARRA, A., «Contratos electrónicos e informáticos», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 111 (2011), p. 5.

MAZZAMUTO, S., «La responsabilità contrattuale in senso debole», en *Europa e Diritto privato* n.º 1 (2011), p. 121.

MORINGIELLO, J.M./REYNOLDS, W.T., «Electronic Contracting Cases 2009-2010», en *The Business Lawyer* n.º 1 (2010), p. 175.

THE PERMANENT BUREAU of the Hague Conference on Private International Law, «Choice of Law in International Commercial Contracts: Hague Principles?», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 883.

YADAV, Y., «Looking for the Silver Lining: Regulatory Reform After the «Credit Crunch»», en *Stanford Journal of Law, Business & Finance* n.º 2 (2010), p. 314.

ZANOBETTI, A., «La sécurité juridique de transactions internationales dans un monde global», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 903.

ZHEN QU, C., «Recent German Developments in Company Controllers' Liability in Rescue Situations: A Comparative Evaluation», en *Journal of Business Law* n.º 4 (2011), p. 330.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BENEDETTI, L., «Gratuità e onerosità delle garanzie per debiti altrui a seguito della riforma della revocatoria fallimentare», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 6, parte 2.ª (2010), p. 864.

GRASO, R., «L'azione contro il garante del concordato preventivo risolto», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 6, parte 2.ª (2010), p. 1002.

JIMÉNEZ PARÍS, T.A., «El acreedor hipotecario y el artículo 56 de la Ley Concurzal», en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 11 (2010), p. 75.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS.
TARJETA DE CRÉDITO

HUGHES, S.A./MIDDLEBROOK, S.T., «Developments in the Laws Governing Electronic Payments Made Through Gift Cards, Credit Cards, and Direct Deposits of Federal

Benefits», en *The Business Lawyer* n.º 1 (2010), p. 159.

— CONTRATO DE LEASING

BACKOVIC, N., «Adopting and Adapting the UNIDROIT Model Law on Leasing», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 861.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO
EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS
PAÍSES DE LA UE

AIGBEKAEN, E.K., «The Challenges of Establishing an Efficient Securities Settlement System in an Emerging Market», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 639.

ALLEN, D./HAVERSON, M., «An Alternative Approach to Vicarious Liability for International Accounting Firm Networks», en *Stanford Journal of Law, Business & Finance* n.º 2 (2010), p. 426.

ARNOLD, M./STEFFEN CARL, P., «Aktuelle Fragen bei der Durchführung der Hauptversammlung», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 10 (2011), p. 349.

BAGO ORIA, B., «El funcionamiento de las primas de asistencia a las juntas de accionistas», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 279 (2011), p. 7.

BIRYUKOV, A., «Development of Intermediated Securities and Insolvency Laws in Transition Economies», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 651.

CAMPUS, G., «Intervento e informazione nelle assemblee on line di società quotate tra legislazione nazionale e comunitaria», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 457.

DE VAUPLANE, H., «Droit des sociétés et Convention de Genève: pomme de discor-

de?», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 693.

DESCHAMPS, M., «The Geneva Securities Convention - Selected Issues Left to Law Outside the Convention», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 703.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El nuevo «test de balance» bajo las normas contables internacionales», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 279 (2011), p. 37.

FÖRSTER, C., «Aktionärsrechte in der Hauptversammlung: quo vaditis?», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 10 (2011), p. 362.

FRANÇOIS-PONCET, R./DEILMANN, B./OTTE, S., «Frauenquote in französischen Aufsichts- und Verwaltungsräten - ist eine Quote auch in Deutschland zulässig?», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 12 (2011), p. 450.

GARRIDO, J.M., «The Loss-sharing Rule in the Insolvency of Financial Intermediaries», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 779.

GENTILE, P., «L'azione di classe como azione collettiva risarcitoria di gruppo per la tutela di diritti omogenei. Una «identità class action» all'italiana», en *Rivista di Diritto Privato* n.º 1 (2011), p. 99.

GOETTE, W., «Organisationspflichten in Kapitalgesellschaften zwischen Rechtspflicht und Opportunität», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 388.

HEMELING, P., «Organisationspflichten des Vorstands zwischen Rechtspflicht und Opportunität», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 368.

KNOLL, R./ZACHERT, N., «Budgetrecht und Verfügungsrecht des Aufsichtsrats über Gesellschaftskonten im Interesse der Corporate Governance», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 9 (2011), p. 309.

KREMER, T./VOET VAN VORMIZEE-LE, P., «Neues Rollenverständnis für Syndikusanwälte und das Anwaltsprivileg - Eine rechtspolitische Einordnung des EuGH-Urteils «Akzo/Akros» (EuGH v. 14.9.2010-Rs. C-550/07P)», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 7 (2011), p. 245.

MERKL, G., «Reform der Corporate Governance in den USA», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht* n.º 1 (2011), p. 28.

MÜLLER, T.S./STAUB, C., «Internationalisierungstendenzen im Finanzmarktrecht», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht* n.º 1 (2011), p. 20.

OLBRICH, M./FUHRMANN, K., «DAX 30-Geschäftsberichte im Lichte von § 244 HGB und § 400 AktG», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 9 (2011), p. 326.

RACHMAN, N., «Securities Trading Meets Corporate Law: What Are «Securities» and Who Holds Them? Trends and Patterns in Brazilian Law», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 833.

SANTOSUOSSO, D.U., «Le remunerazione degli amministratori: nuove norme per «sanare» le cattive prassi», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 341.

SCHMIDT, K., «Desarrollos en la normativa alemana del mercado de valores relativa a la protección de inversor», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 9.

STRINE Jr., L.E., «One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term

Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?», en *The Business Lawyer* n.º 1 (2010), p. 1.

VERSE, D.A., «Compliance im Konzern, Zur Legalitätskontrollpflicht der Geschäftsleiter einer Konzernobergesellschaft», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 2-3 (2011), p. 401.

WISCHMEIER SHANER, M., «Restoring the Balance of Power in Corporate Management: Enforcing an Officer's Duty of Obedience», en *The Business Lawyer* n.º 1 (2010), p. 27.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

BOLSA FERRUZ, M.A., «Reglamento (UE) n.º 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados)», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 285.

BOXBERGER, L./JESCH, T., «FATCA-Steuerankündigte US-Offenlegungspflichten für ausländische Finanzintermediäre und deren Auswirkungen auf deutsche Kredit- und Finanzinstitute», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 10 (2011), p. 373.

CARIELLO, V., «La Comunicazione CONSOB n. 46789 del 20 maggio 2010 sulla qualifica come amministratore indipendente di società controllante quotata di amministratore indipendente di società controllata», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 442.

CUNHA, R., «The IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU): an International Benchmark for Securities Enforcement», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 677.

PARMEGGIANI, F., «I sindaci e la Consob», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 6, parte 2.ª (2010), p. 1076.

THÉVENOZ, L., «Who Holds (Intermediated) Securities? Shareholders, Account Holders, and Nominees», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 845.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN
DE LOS MERCADOS

BRAITHWAITE, J.P., «Private Law and the Public Sector's Central Counterparty Prescription for the Derivatives Markets», en *SSRN (LSE Legal Studies Working Paper No. 2/2011)*, 28 pp. (<<http://ssrn.com/abstract=1791740>>).

BRÄNDLI, B., «Die aufsichtsrechtliche Erfassung der Zentralen Gegenpartei im schweizerischen Kapitalmarkt», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht* n.º 1 (2011), p. 2.

DE LA PEÑA, L./PÉREZ, H., «Reforma de los sistemas españoles de compensación, liquidación y registro de valores bursátiles: camino a la integración definitiva en el entorno europeo», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 187.

GARCÍA PEDROVIEJO, J., «El proceso de reforma de la compensación y liquidación bursátil en España», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 277.

MUÑOZ PÉREZ, A.F., «El mercado de derivados OTC. Iniciativas de reforma», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 23.

— CONTRATOS BURSÁTILES.
EN GENERAL

ALEGRE, G./BERRÍCANO, I., «Operaciones de *liability management*. Algunas consideraciones jurídicas y prácticas», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 257.

AVGOULEAS, E., «A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient», en *Stanford Journal of Law, Business & Finance* n.º 2 (2010), p. 376.

BESSLER, W./ZIMMERMANN, J., «Mergers & Akquisitionen in der Life Science Branche: Eine empirische Untersuchung der kurz- und langfristigen Performance europäischer Pharmaunternehmen», en *Zeitschrift für*

Bankrecht und Bankwirtschaft n.º 1 (2011), p. 54.

BLANCO ARÓSTEGUI, J., «El *soft law* de la CNMV en el ámbito de emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas y de las colocaciones aceleradas de acciones», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 247.

CANNIVÉ, K./SUERBAUM, A., «Die Fairness Opinion bei Sachkapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften: Rechtliche Anforderungen und Ausgestaltung nach IDWS 8», *Die Aktiengesellschaft* n.º 9 (2011), p. 317.

CASTILLA CUBILLAS, M., «El auge de las distribuciones semipúblicas de valores y la tutela de los inversores no cualificados», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 73.

COMMITTEE OF FEDERAL REGULATION OF SECURITIES, ABA SECTION OF BUSINESS LAW, «Law of Private Placements (Non-Public Offerings) Not Entitled to Benefits of Safe Harbors- A Report», en *The Business Lawyer* n.º 1 (2010), p. 85.

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., «Disposition and Acquisition of International Securities: the Geneva Convention and Traditional Property Law», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 743.

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., «The Geneva Convention on Intermediated Securities: a Conflict-of-Laws Approach», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 751.

GONZÁLEZ CASTILLA, F., «La operativa de los *brokers on line* y las cláusulas de exoneración de responsabilidad en la contratación electrónica de servicios de inversión», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 161.

LEBBE, I., «UCIs: Prevention of Conflicts of Interest, Protection of Assets and Liability», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 791.

MOONEY Jr., C.W., «Private Law and the Regulation of Securities Intermediaries: Perspectives under the Geneva Securities Convention and United States Law», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 801.

NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G./ZARZALE-JOS TOLEDANO, I., «La figura del proveedor de liquidez en el mercado alternativo bursátil —segmento de empresas en expansión—», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 237.

UTANDE SAN JUAN, J.M., «La redacción del artículo 108 de la Ley del Mercado de Valores dada por la Ley 11/2009, de 26 de octubre, y expedientes que afectan a esta norma en relación con el Derecho Comunitario», en *Noticias de la Unión Europea* n.º 316 (2011), p. 115.

— OPAS

GERNER-BEUERLE, C./KERSHAW, D./SOLINAS, M., «Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation», en *SSRN (LSE Legal Studies Working Paper No. 2/2011)*, 66 pp. (<<http://ssrn.com/abstract=1799291>>).

PIETRANCOSTA, A., «La Protection des Investisseurs dans un Contexte d'OPA», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 815.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

ENRIQUES, L./GARGANTINI, M./NO- VEMBRE, V., «Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure», en *Uniform Law Review* n.º 3/4 (2010), p. 713.

GUNSSER, C., «Der Vorlagebeschluss des BGH zum Vorliegen einer «Insiderinformation» in gestreckten Sachverhalten (Fall «Schrempf»)», en *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* n.º 1 (2011), p. 76.

SIGNES DE MESA, J.I., «La independencia de los abogados de empresa y la protección del secreto profesional en la Unión Europea», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 279 (2011), p. 177.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

FLEISCHER, H./STROTHOTTE, C., «Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 7 (2011), p. 221.

GONZÁLEZ DE EUGENIO, J.I./MALPICA CIRUJANO, M.D., «Hedge funds bajo formato UCITS en el marco de UCITS IV», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8 (2011), p. 211.

STEFFEN, P./SACHSE, T., «Mehr Anlegerschutz zu Lasten der Rendite von Investmentfonds? Eine kritische Auseinandersetzung mit dem Vorschlag der EU-Kommission zur Änderung der Anlegerentschädigungsrichtlinie 97/9/EG», en *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* n.º 1 (2011), p. 33.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

CIAN, M., «La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 301.

CINCOTTI, C., «Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 6, parte 2.^a (2010), p. 1106.

DE LUCA, N., «Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e «proprietà nascosta» di azioni», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 312.

MALIMPENSA, E., «L'obbligo di cessione statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela? (nota a Trib. Milano, ord., 31 marzo 2008)», en *Rivista di Diritto Societario* n.º 2 (2010), p. 370.

PRATELLI, M.M.^a, «Rinnovo di patti parasociali e opzioni put & call», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 6, parte 1.^a (2010), p. 931.

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA *REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL*

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* publica, con una periodicidad trimestral, trabajos originales de investigación que contribuyan a dar a conocer al mundo académico y profesional las últimas aportaciones en materia de derecho bancario y bursátil, que sirvan de apoyo a las investigaciones que se realicen en este campo y garanticen el impacto de la Revista en el ámbito académico. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ellos vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para reseñas deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (C/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: <rdbb@sanchezcalero.com>, a la atención de Mari Carmen Amor.
2. En el caso de su envío por correo postal, los originales deberán presentarse, por medio de un texto impreso, acompañado del correspondiente soporte informático (Microsoft Word).
3. La recepción de los trabajos no implica compromiso alguno para su publicación. La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* se reserva el derecho preferente de publicar los artículos enviados, presumiendo que los mismos son inéditos y no se encuentran sometidos a evaluación por ninguna otra publicación.
4. El Consejo de Redacción de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, tras una preselección de los artículos recibidos, someterá los mismos a la revisión de dos árbitros anónimos y externos. Se comunicará a los autores la aceptación o no de los artículos y, si es caso, las indicaciones o sugerencias que los evaluadores hayan efectuado y el autor deba incorporar, indicándole asimismo el volumen y número en que se prevé la efectiva publicación del artículo.
5. Por regla general, los trabajos no superarán las 40 páginas a doble espacio, numeradas correlativamente. El tamaño de letra utilizado será del 12, y deberán ir precedidos de una hoja en la que figure el título del trabajo, el nombre del autor (o autores), situación académica y, en su caso, nombre de la institución científica a la que pertenecen.
6. El trabajo deberá ir acompañado igualmente, de un resumen de su contenido (de 100 a 125 palabras) y entre 4 y 6 palabras clave, todo ello tanto en

castellano como en inglés. A continuación deberá incluirse un «Sumario» que permita identificar los distintos epígrafes y apartados del original.

7. Los trabajos destinados a la Sección «Jurisprudencia», además de contar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual total o parcial (en los términos relevantes para el comentario) de los fundamentos de Derecho de la sentencia comentada.
8. Las notas se incorporarán a pie de página, y si se trata de referencias bibliográficas, aun cuando se mencione el autor en el texto, deberán guardar una numeración única y correlativa para todo el trabajo, debiendo acomodarse a la norma ISO 692/1987:
 - **LIBRO:** AUTOR, *Título de la publicación*, núm. Edición, lugar de publicación, editor, año, página (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, pp. 15 y ss.)
 - **ARTÍCULO:** AUTOR, «Título del artículo», *Título de la fuente (revista u obra colectiva)*, número, año, páginas (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., «De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades», *RDBB*, núm. 77, 2000, pp. 7 y ss.)
9. El autor podrá auto-archivar en el Repositorio de su Institución la versión ya evaluada y aceptada por la Revista transcurridos 12 meses desde su publicación.