

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Acotación del Derecho de los mercados de “valores” e “instrumentos financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros). *Andrés Recalde Castells* 9
- El principio de homogeneidad operativa del mercado de valores y las entidades de crédito. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 41
- La implementación de la nueva Directiva de crédito al consumo y la protección sustantiva de los usuarios de tarjeta de crédito. *Manuel Castilla Cubillas* 79

CRÓNICA

- ¿Cuál podría ser el modelo de “governance” en Italia? *Guido Alpa* .. 111
- El nuevo marco de supervisión financiera europea. *Ana Felicitas Muñoz Pérez* 119
- Comercialización transfronteriza e integración del mercado de fondos de inversión en la Unión Europea. *Raúl Lafuente Sánchez* 155
- La retribución de los administradores en tiempos de crisis: nuevos hechos, nuevo Derecho. *Tomás Vázquez Lépinette* 197

JURISPRUDENCIA

- El principio de igualdad de los accionistas en los supuestos de cesión de participaciones de control. *Juan Ignacio Signes de Mesa* 219

NOTICIAS

1. Consulta sobre el Estatuto de la Sociedad Europea. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	241
2. La reforma de la regulación de los Fondos de Titulización por el Real Decreto-ley 6/2010. En particular, el Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	242
3. Resolución de 16 de febrero de 2010 de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se crea su sede electrónica. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	245
4. Gran Bretaña: Informe parlamentario en materia de OPAs. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	246
5. Real Decreto-Ley 5/2010, de 31 de marzo. Prolongación de la Disposición Adicional única del RDL 10/2008. Protección de ciertas empresas despatri- monializadas. <i>Daniel Rodríguez Ruiz de Villa</i>	249
6. Sobre las nuevas exigencias de estructura organizativa y procedimientos de control interno requeridas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y a las sociedades de inversión. <i>Carmen Rojo Álvarez Manzaneda</i>	254
7. Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	259
8. Sentencia sobre el consentimiento en el tratamiento de datos personales. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	267
9. Incidencia en el sector financiero de las medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo adoptadas por el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril. <i>Carmen Rojo Álvarez Manzaneda</i>	268
10. La posibilidad de comprar los derechos de voto de las acciones en el régimen de la Ley de Sociedades Anónimas. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	271
11. La intervención del auditor y la separación de patrimonios en los servicios de inversión. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	273
12. La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España lanzan el portal de educación financiera www.finanzasparatodos.es . <i>Carmen Rojo Álvarez Manzaneda</i>	275
13. Investigación Parlamentaria en Estados Unidos sobre las causas de la crisis financiera. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	277

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	281
--------------	-----

RECENSIONES

— Alberto Javier Tapia Hermida, <i>Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias de “Rating”</i> , por Juan Sánchez-Calero	289
— AA.VV., <i>Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles</i> (coord. Rodríguez Artigas), por José Miguel Embid Irujo	291
— María Isabel Huerta Viesca, <i>Las mujeres en la nueva regulación de los Consejos de Administración de sociedades mercantiles españolas</i> , por Mónica Fuentes Naharro	307
— Nuria Fernández Pérez, <i>El nuevo régimen de la contratación a distancia con consumidores</i> (especial referencia a la relativa a servicios financieros), por Jorge Moya Ballester	311
— Paulo Câmara, <i>Manual de Direito dos Valores Mobiliários</i> , por María Jesús Peñas Moyano	317

ARTÍCULOS

**ACOTACIÓN DEL DERECHO DE LOS MERCADOS
DE “VALORES” E “INSTRUMENTOS FINANCIEROS”
EN TIEMPOS DE CAMBIO
(SUPERVISIÓN, TRANSPARENCIA Y NUEVOS PRODUCTOS
FINANCIEROS) ⁽¹⁾**

ANDRÉS RECALDE CASTELLS

*Catedrático de Derecho mercantil
Universidad Jaume I Castellón (España)*

RESUMEN

La crisis financiera afecta a alguna de las columnas en que se sostenía la Ley del Mercado de Valores. La Ley se inspira en antecedentes estadounidenses para acoger un modelo liberal en la emisión y negociación de las inversiones, que se equilibra con rigurosos deberes de transparencia. Frente a otros sectores de los mercados financieros, como el bancario o el de seguros, su objeto eran los valores negociables. A este concepto se le pretendió dotar de una función sistemática que serviría para ordenar el Derecho del mercado de valores y delimitar el ámbito de su específica supervisión. Pero el intento fracasó notoriamente. Al amparo de la innovación, se crearían productos financieros que no siempre se ajustaban a la noción más extendida de valor negociable, una laguna que el nuevo concepto de instrumento financiero no pudo cubrir. Esos nuevos productos eran, además, tan complejos que ni los inversores ni, a veces, los mismos emisores conocían su contenido. Las deficiencias de los conceptos de valor negociable y luego de instrumento financiero resaltan su inutilidad. Pero también producen incertidumbre sobre la delimitación de la securities regulation y la procedencia de una distribución sectorial en la estructura de la supervisión financiera. En fin, hoy igualmente se pone en entredicho la confianza en la transparencia informativa, como técnica exclusiva de defensa de los inversores. Por ello se promueve en ocasiones una vuelta a la determinación típica (legal) de las técnicas de captación de recursos o, al menos, la prohibición de algunos nuevos productos.

ABSTRACT

The financial crisis has interfered with some of the foundations of the Securities Market Act. The Act drew inspiration from the American precedents, and it established a liberal model both to the issue of securities and trading through of investments services, counterbalanced with severe disclosure requirements. In front of other financial markets, such as banking and assurances, the subject-matter of the Act was securities. It was intended to provide a concept of security with a systematic function, so that it would apply to general securities regulation. The attempt turned out to be a failure. New financial products emerged, that did not fit into the generally accepted notion of security. Moreover, these products were so complex that nor investors not even sometimes issuers were able to know their content. An inadequate and uselessness concept of security (the same can be said of the new concept of “financial instrument”) have led to uncertainty concerning the delimitation of securities regulation, as well as to proposals of restructuring financial supervision. At the same time, mandatory disclosure, as the unique instrument to protect investors’ interest, is called into question. That explains some new propositions for a legal pre-determination of the technical issues to raise public investments, or, at least, the prohibition of some new products.

⁽¹⁾ Proyecto de investigación SEJ 2007-68021/JURI financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación. Este estudio se ha escrito para los estudios en homenaje y memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés.

Palabras clave: Mercado financiero, mercados de valores, crisis financiera, valor negociable, instrumento financiero, transparencia, supervisión financiera.

Key words: Financial market, securities markets, financial crisis, security, financial instrument, disclosure, financial supervision.

SUMARIO

- I. SENTIDO Y FINES DEL “DERECHO DEL MERCADO DE VALORES”.
 - II. MERCADOS FINANCIEROS Y DERECHO DEL MERCADO DE VALORES: EL SENTIDO ORDENADOR DEL CONCEPTO DE “VALOR NEGOCIABLE”.
 - III. EL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIABLE.
 1. Valor negociable y valor mobiliario.
 2. ¿Es posible un concepto único de valor negociable?
 3. Los caracteres del “valor negociable”.
 4. La función de la “cláusula general” en la definición de valor negociable.
 - IV. ATIPICIDAD Y PRINCIPIO DE LIBERTAD DE EMISIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES.
 - V. DEL “VALOR NEGOCIABLE” AL “INSTRUMENTO FINANCIERO”.
 - VI. DELIMITACIÓN DE LOS DIVERSOS SECTORES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SUPERVISIÓN.
 - VII. TRANSPARENCIA IMPERATIVA O TIPIFICACIÓN DE LAS FORMAS DE EMISIÓN DE INSTRUMENTOS Y PRODUCTOS FINANCIEROS.
-

I. SENTIDO Y FINES DEL “DERECHO DEL MERCADO DE VALORES”

El Derecho del mercado de valores busca garantizar la estabilidad y la confianza de los inversores en los mercados financieros, que son las condiciones para que estos puedan desarrollar eficazmente su función de herramienta de financiación de las empresas. En los mercados primarios éstas captan recursos (ahorros) de los inversores y, a cambio, les reconocen derechos cuyo contenido resulta de los rendimientos que produce su actividad. Los mercados secundarios permiten negociar esas inversiones; la facilidad para desinvertir atrae también a los ahorradores. La confianza en estos mercados se sustenta en que los precios (las cotizaciones) de las inversiones se determinan objetivamente con criterios económicos⁽²⁾.

⁽²⁾ SIEMS, “The Foundations of Securities Law”, *EBLR*, vol. 20, 2009, 141, y en <http://ssrn.com/abstract=1089747>, de donde se cita.

La aprobación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) en 1988 colocó los cimientos de un modelo ordenador basado en los principios que en los EE.UU., después de la crisis financiera de 1929, inspiraron la *securities regulation* radicalmente distintos de los del Derecho bursátil de los códigos de comercio del siglo XIX. El nuevo modelo se basaba preferentemente en la imposición a las empresas del deber de difundir una amplia información (*mandatory corporate disclosure*), que permitiría a los inversores conocer la situación económica y financiera de la empresa y su evolución. La imposición imperativa de estos deberes de transparencia se justifica en la necesidad de que quienes pretenden captar recursos económicos de los ahorradores hagan públicos datos que no revelarían de manera espontánea cuando son negativos o pueden perjudicarles frente a la competencia⁽³⁾. Aunque en algún momento se cuestionara la legitimidad de la obligación legal de difundir la información financiera y contable⁽⁴⁾, hoy se considera de manera generalizada imprescindible. Por otro lado, el deber legal de transparencia se ha ido extendiendo a datos que no se limitan a la estructura financiera pero que pueden influir en la formación de los precios de cotización.

Junto a la información, la otra columna del modelo se situaba en un fuerte entramado institucional, basado en un organismo supervisor (*Securities and Exchange*

(3) Para los caracteres del modelo de *full disclosure* vid. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2.^a ed. Boston/Toronto, 1988, 25 y ss.; CLARK, *Corporate Law*, Boston/Toronto, 1986, 712, esp. 719 y ss.; PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milán 2003, 12 y ss.; en España SÁNCHEZ ANDRÉS, voz “Derecho del mercado de capitales”, *EJB*, Madrid, 1995, 2271; id., “Contabilidad y mercado de valores: sobre la conveniencia de una información contable imperativa”, en AA.VV., *Estudios hom. Cubillo Valverde*, Madrid, 1999, 557 y ss., y en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008, 553 y ss. (de donde se cita); FARRANDO MIGUEL, “El concepto de ‘valor negociable’”, en *Estudios hom. Menéndez*, I, Madrid, 1996, 1206 y ss.; id., “La reforma del mercado primario de valores español”, *Noticias UE*, núm. 285, 2008, 73; MARTÍNEZ FLÓREZ, “El ‘status quaestionis’ sobre el ‘insider trading’ en el Derecho federal de los Estados Unidos” *RDM*, núm. 202, 1991, 797 y ss.; id., “En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores”, *Estudios hom. Menéndez*, Madrid, 1996, III, 3355 y ss.

(4) La rechazaban quienes partían de la hipótesis de la eficiencia y racionalidad de los mercados de capitales (*Capital Markets Efficiency Hypothesis*), es decir, de su capacidad para generar información y trasladarla a los precios (p. ej. GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, 70, *Va. L. Rev.*, 1984, 604 y s., 619 y ss.; aunque luego admitieron la *naïveté* de alguno de sus presupuestos; GILSON/KRAAKMAN, “Revisiting the Mechanisms of Market Efficiency: The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, 28, *Iowa J. Corp. L.*, 2003, 715, y en <http://ssrn.com/abstract=462786> —de donde se cita—, 36 y s); en España GARCÍA DE ENTERRÍA, “Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al *Securities Law* de los Estados Unidos”, *RDM*, núm. 193-194, 1989, 653 y ss. Según esta hipótesis, los incentivos que genera el mercado y los mecanismos privados de *enforcement* (*gatekeepers* como auditores contables, agencias de *rating*, asesores financieros y bancos de inversiones) producen, verifican y diseminan la información, si no quieren poner en peligro su capital reputacional. Los fundamentos en que se basa la hipótesis de los mercados de valores eficientes se refutan en COFEE/SALE, “Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?”, *Working Paper* núm. 342, noviembre de 2008, <http://www.law.columbia.edu/lawec/>; la misma ciencia económica cuestiona hoy el presupuesto de esta teoría: que la acción de los seres humanos siempre responden a una racionalidad económica, entendida como búsqueda de la satisfacción de intereses egoístas, pues las decisiones económicas reflejan a menudo motivaciones psicológicas irracionales (AKERLOF/SHILLER, *Animal Spirits*, 2009, trad. al español, Barcelona, 2009).

Commission —SEC— en EE.UU., o la Comisión Nacional del Mercado de Valores —CNMV— en España) con competencias para la producción de normas, vigilancia de los mercados, garantía del cumplimiento de las obligaciones legales y sancionatoria de prácticas irregulares. Como dice nuestra Ley, a la CNMV se le encomienda velar “*por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines*” (art. 13 LMV).

Desde 1988 han transcurrido más de veinte años y muchas cosas que no pueden dejar de suscitar alguna reflexión sobre el modelo. Conocida es, sobre todo, la reiteración de escándalos y crisis financieras de los años recientes. La última crisis, la que se produjo al final del verano de 2008, ha alcanzado dimensiones que no se conocían desde 1929. Como se sabe, se origina en los EE.UU. con la propagación de impagos de hipotecas *subprime* que se habían concedido a deudores de solvencia inadecuada. La intención de los titulares de estos activos crediticios de cubrir sus riesgos titulizando las carteras de préstamos tuvo un efecto expansivo⁽⁵⁾. La crisis la provocan sobre todo, los bancos de inversión, para extenderse luego al conjunto del mercado financiero y, al final, a toda la economía⁽⁶⁾.

II. MERCADOS FINANCIEROS Y DERECHO DEL MERCADO DE VALORES: EL SENTIDO ORDENADOR DEL CONCEPTO DE “VALOR NEGOCIABLE”

Los mercados financieros son los “lugares” de encuentro entre quienes necesitan recursos económicos y los que tienen un superávit de éstos. Comprenden tres sectores —el bancario, el del seguro y los mercados de valores—, todos ellos sometidos a estricta supervisión. Los criterios de delimitación entre unos y otros son lábiles, aunque preferentemente atendían a los productos o bienes negociados en cada sector.

⁽⁵⁾ KÜBLER, “Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung-Ursachen und Herausforderung”, *Fest Schwark*, Munich, 2009, 499 y ss. La incidencia sobre los suscriptores de los bonos (que no se limitó a inversores profesionales) era lógica, ya que sus rendimientos provenían de los flujos de caja por pagos realizados por unos deudores de préstamos hipotecarios con solvencia insuficiente (CAPRIGLIONE, “I ‘prodotti’ di un sistema finanziario evolutivo. Quali regole per le banche”, *BBTC*, 2008, 20 y ss.). Estudios económicos recientes demuestran que los impagos de préstamos hipotecarios aumentaron en aquellas regiones de los EE.UU. en que se generalizó la titulización, con un efecto de *moral hazard*. Los titulares de préstamos, una vez que eran empaquetados y vendidos a una *special purpose entity*, perdían todo incentivo en garantizar el cumplimiento de los créditos (*vid.* COFFEE, “What went wrong? An initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis”, *J.Corp.L.St.*, abril de 2009, 1; COFFE/SALÉ, “Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?”, Working Paper núm. 342, noviembre de 2008, <http://www.law.columbia.edu/lawec> 19). Esa omisión era la consecuencia de una de las notas que caracterizaba al régimen de la titulización: la exoneración de responsabilidad del creador de los títulos. Cualquier conocedor de los fundamentos del Derecho cambiario entendía la racionalidad interna del art. 57 LCCh (norma que establece la responsabilidad solidaria de los firmantes de una letra) o de la garantía de la solvencia del deudor que refleja la cláusula “salvo buen fin” en el contrato de descuento. Sin embargo, “ingerieros financieros” y legisladores lo olvidaron en operaciones que respondían a una lógica económica parecida.

⁽⁶⁾ ROSSI, “Crisi del capitalismo e nuove regole”, *Riv. Soc.* 2009, 929 y ss.

A la Ley de 1988 se la llamó del mercado “de valores” y su artículo 2 pretendía delimitar el ámbito de su aplicación en función de esos productos, a los que se referían estos mercados: “*los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones*”. En definitiva, al término “valor negociable” se le quiso dar una función sistemático-ordenadora.

La mayor parte de los autores definieron el concepto de valor negociable desde los caracteres que la Ley ofrecía y, sobre todo, de los que, poco después, incluyó el art. 2 del RD 291/1992, regulador de las emisiones y las ofertas públicas de ventas de valores⁽⁷⁾. En estas propuestas el valor negociable aparecía como un concepto cerrado, de forma que, en ausencia de alguno de los caracteres de la definición, debería excluirse tal calificación. Se afirmó, además, que ese concepto de valor negociable se aplicaría a todos los ámbitos que integran la Ley: emisiones en mercados primarios, negociación en los mercados secundarios, OPAs, régimen de los inversores institucionales, empresas de servicios de inversión, normas de conducta, supervisión y sanción, fondo de garantía de inversiones, confidencialidad y deberes de información, etc. Con la noción de valor negociable “se dotaría de *unidad al completo corpus iuris que llamamos Derecho del Mercado de Valores*”, porque el centro de gravedad del sistema se situaba en el “*producto*” negociado en estos mercados, que actuaría como “*núcleo ordenador*”⁽⁸⁾.

Consecuencia de la imposición de esa concepción estricta del valor negociable fue la reforma de la Ley 37/1988, que introdujo en el art. 2 LMV un nuevo término: el de instrumento financiero. Con ello parecía ampliarse el ámbito material de la ley. Sin embargo, la reforma no impidió nuevos intentos por ofrecer un concepto unitario y global de valor negociable⁽⁹⁾. La Ley 47/2007 modifica de nuevo el precepto. Aunque la Ley conserve el nombre (“Ley del mercado de valores”), cambia el referente que la delimita; ya no es el valor negociable, sino el instrumento financiero, del que el valor negociable sería una modalidad o clase.

(7) SÁNCHEZ ANDRÉS, voz “Valor negociable”, *EJB*, Madrid, 1995, 6797, y *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008, 651 y ss. (de donde se cita); SÁNCHEZ CALERO, “Comentario del art. 2”, en Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Madrid, 1995, 26, 38 y ss.; ZUNZUNEGUI, *Derecho del mercado financiero*, 2.^a ed., Madrid, 2000, 23: el Derecho del mercado de valores se caracteriza por ser un ordenamiento de tipo objetivo “*que se concentra en los valores negociables*”, lo que permite distinguirlo del Derecho del mercado de crédito, que es un “*Derecho profesional que tiene por objeto las entidades de crédito y su actividad*”. Pero luego no ofrece criterios seguros para delimitar los “objetos” sometidos al régimen del mercado de valores y los que son objeto de negociación en los mercados financieros de crédito.

(8) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *RDBB*, núm. 99, 2005, 7 y ss., y en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008 (de donde se cita): las referencias literales del texto en 661, 672 y 676, entre otros lugares.

(9) Así, aunque coincidía con nosotros en aspectos fundamentales, SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996, 42, 58 y ss. y 75. A veces nuestras tesis no merecieron especial consideración, p. ej. FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del inversor*, Cizur Menor, 2000, 62 y ss.; más atenta LÓPEZ SANTANA, *RDBB*, núm. 88, 2002, 75 y ss., 79, 102, n. 47.

Antes, nosotros habíamos cuestionado tanto las interpretaciones restrictivas del valor negociable como su aptitud para delimitar toda la *securities regulation* ⁽¹⁰⁾. El núcleo central de nuestra propuesta era que la Ley no ofrecía una noción única de valor negociable que sirviera para delimitar todo el Derecho del mercado de valores. El valor negociable se resistía a una definición cerrada; era un tipo teleológicamente ordenado. Como era diferente la función de la regulación en cada sector, también la definición de valor negociable tendría necesariamente caracteres propios en cada caso ⁽¹¹⁾. En particular, debía rechazarse una extensión fuera del ámbito del mercado primario de la definición del art. 2 RD 291/1992, algo que encontraba apoyo en que la misma norma comenzaba por delimitar su ámbito “*a los efectos del presente real decreto*”.

Aunque nuestra tesis no mereció, por lo general, una consideración especialmente atenta ⁽¹²⁾, un año antes de su fallecimiento el profesor SÁNCHEZ ANDRÉS escribió un extenso artículo en el que puntualmente consideraba aquellos argumentos. Estas páginas se ofrecen a modo de respuesta a la atención que nos dedicó Aníbal Sánchez, desde el cariñoso recuerdo personal, el respeto y la admiración profunda hacia un profesor universitario ejemplar.

Pero también se escriben desde la convicción de que nuestro planteamiento de fondo recobra interés cuando hoy alguno de los fundamentos del Derecho del mercado de valores se ponen en cuestión. Las dificultades para delimitar la supervisión de los mercados de valores y su regulación en función de la definición que se ofrecía del producto negociado (el valor negociable —*infra* 3— y luego el instrumento financiero, *infra* 5), han conducido a que algunas propuestas académicas y políticas pretendan superar el acotamiento de la regulación en cada uno de los sectores de los mercados financieros, y consideren preferible atender a la función de ese régimen (de control prudencial o de conductas) (*infra* 6). Por otro lado, al amparo de la libertad para crear instrumentos financieros (*infra* 4) aparecieron productos de inversión (derivados, bonos titulizados) a los que generalizadamente se han atribuido efectos nocivos sobre el conjunto del sistema financiero y sobre la economía; ello ha llevado a cuestionar también otra de las columnas vertebrales de la *securities regulation*: la de que los riesgos anudados a la captación pública del ahorro pueden compensarse con transparencia (*infra* 7).

⁽¹⁰⁾ RECALDE, “Los valores negociables”, en Martínez Simancas-Alonso Ureba, *Derecho del Mercado financiero*, I.2, Madrid, 1994, 265, 273 y ss.; desarrollado en RECALDE, “Los ‘valores negociables’ ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?”, *RDBB*, núm. 74, 1999, pp. 95, y en Martínez Simancas-Alonso Ureba (dirs.), *Instituciones del mercado financiero*, V, Madrid, 1999, 2573 (que es la publicación que se cita).

⁽¹¹⁾ ASSMANN, en Assmann/Schneider, *WpHG Kommentar*, 5. Aufl., Colonia 2009, § 2 Rdn. 5 y 6.

⁽¹²⁾ Expresamente a favor GONZÁLEZ CASTILLA, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, 217 y ss., 227 y s.

III. EL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIABLE

1. Valor negociable y valor mobiliario

Como advertimos, nuestra crítica se proyectaba, en primer lugar, sobre los caracteres que se utilizaban para definir el valor negociable. Advertíamos, así, que el concepto no debería venir delimitado por rasgos o propiedades que remitían al Derecho especial de los títulos-valores o, luego, al de las anotaciones en cuenta. De ahí la necesidad de distinguir el concepto de “valor negociable”, al que se refería la LMV⁽¹³⁾, del de “valor mobiliario”, que acogía el art. 51 de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) en 1989.

La de valor mobiliario era una expresión que se remonta a la tradición francesa, con la que se hace referencia a documentos emitidos en masa, relativos a derechos accionariales o de crédito con vencimiento a largo plazo (privados o públicos), con una función de inversión y que son objeto de negociación en las bolsas. Rechazando una explicación unitaria de los títulos-valor, estos documentos se diferenciarían de los títulos emitidos singularmente con fines de pago o crédito y vencimiento a corto plazo (efectos de comercio)⁽¹⁴⁾.

Un autorizado sector de la doctrina española entendió que la tradicional expresión de valor mobiliario, que recogió la LSA en 1989, era asimilable al término valor negociable que poco antes había aparecido en la LMV⁽¹⁵⁾. Por tanto, la conclusión debería ser que, cuando aquella califica a las acciones como valores mobiliarios si se representan en títulos-valor o anotaciones, también se invocarían las normas del Derecho del mercado de valores que se apoyan en la noción de valor negociable.

(13) También FARRANDO MIGUEL, “El concepto de ‘valor negociable’”, en *Estudios en homenaje al profesor Menéndez*, 1213, 1217 y ss., refiriéndose al intento configurar un *supraconcepto de valor negociable* como categoría que acota la “cultura de la transparencia” del Derecho del mercado de valores.

(14) EIZAGUIRRE, *Derecho de los títulos-valor*, Madrid, 2003, 56; GARRIGUES, *Tratado de Derecho mercantil II*, Madrid, 1955, n. 16. Para los orígenes del concepto de “valor mobiliario” CHIONNA, *Le forme dell’investimento finanziario* (reimpr.) Milán 2008, 9 y ss.

(15) SÁNCHEZ CALERO, «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en Verdera y Tuells (coord.), *El nuevo mercado de valores*, Bolonia/Zaragoza, 1993, 89 ss., 95; íd., *Régimen jurídico de las Emisiones y ofertas públicas de venta (OPV) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, 36; EIZAGUIRRE, «El régimen de las acciones: documentación y transmisión», en VV.AA., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, 74; URÍA-MENÉNDEZ-GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, I, 2.ª ed., Madrid, 2006, 866 y s.; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, 153; CACHÓN, “Análisis jurídico de los conceptos de ‘valor negociable’ e ‘instrumentos financiero’”, *RDM*, núm. 221, 1996, aunque la identificación se establece con matices; también RDGRN de 3 de febrero de 1999. Una correcta exposición de las posiciones doctrinales en relación con la asimilación o diferenciación entre valor negociable y valor mobiliario en LÓPEZ SANTANA, *RDBB*, núm. 88, 2002, p. 75 y 101, n. 47.

Sin embargo, cada uno de estos términos posee un significado propio e independiente⁽¹⁶⁾. A favor de esta diferenciación podría utilizarse un simple argumento formal: si en un período de menos de un año la Ley utiliza dos términos —valor negociable en la LMV de 1988 y valor mobiliario en la LSA de 1989—, un correcto criterio hermenéutico permitiría presumir que se quiso dotar a cada uno de ellos de un significado diferenciado.

Pero a la misma conclusión conduce una interpretación de ambos términos desde los sistemas normativos en los que se insertan y desde la función de protección de esos sistemas. La Ley española utiliza el término valor mobiliario con un preciso significado que permite percibir el fin que subyace en el régimen al que hace referencia. En efecto, la categoría es referible a las acciones (y a las obligaciones) en la medida en que éstas se representen mediante títulos-valor o a través de anotaciones en cuenta. En definitiva, la calificación de la acción como valor mobiliario responde a la ordenación, en un plano de coordinación, de las relaciones entre titulares y emisores de las acciones y, en su caso, entre quienes las transmiten y las adquieren⁽¹⁷⁾. Los intereses que se atienden son los que surgen entre quienes se ven afectados por el ejercicio de derechos accionariales (relaciones entre el accionista y la sociedad) o en su circulación (transmisor y adquirente). Por tanto, cuando se invoca un especial régimen de circulación y ejercicio de derechos patrimoniales —el de los títulos-valor o el de las anotaciones en cuenta— nos situamos en el puro ámbito del Derecho privado.

En cambio, el valor negociable que se inserta en (y acota) la normativa reguladora del mercado de valores (*securities regulation*) sólo indirectamente se ocupa de intereses particulares (de los inversores) y de las relaciones entre éstos. La LMV hace referencia, más bien, a una regulación que preferentemente busca satisfacer intereses generales. Su objetivo es complementar y corregir los fallos de los mercados para que estos puedan cumplir las funciones que se les atribuye en el sistema financiero. Se

(16) RECALDE, “Los valores negociables”, 272 y ss.; id., “Los ‘valores negociables’ ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?”, pp. 2523 ss.; id., en Arroyo/Embid, *Comentarios LSA*, 2.^a ed., Madrid, 2009, 539; en la misma línea FARRANDO MIGUEL, “El concepto de ‘valor negociable’”, 1213; SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, 42; PÉREZ MILLÁN, “La transmisión de acciones representadas mediante títulos-valores”, *RDM*, núm. 264-265, 2007, 413, 420, n. 18, constata la distinción sin pronunciarse; también DOMÍNGUEZ GARCÍA, “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, en AA.VV., *Estudios hom. prof. Menéndez*, Madrid, 1995, II, 1542 y 1644, aunque desde notas cerradas que acotarían ambos conceptos y no por la función distinta que cumplen en el sistema.

(17) A pesar de la preponderancia que en la actualidad posee la regulación institucional del mercado nada obsta a la necesidad de considerar el valor como “bien” sobre el que se proyectan los negocios de mercado y regular la circulación de ese bien. En efecto, pese a reconocer la importancia de los problemas del mercado (“por motivos más bien económicos que conceptuales”), el estudio de los títulos-valor no queda privado de contenido; el mismo fenómeno de la desmaterialización demuestra la vitalidad de esta perspectiva clásica (LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milán, 1999, 5 y ss.).

sitúa, en definitiva, en la órbita de un Derecho que se ocupa de establecer el marco ordenador de los mercados y de la actividad de quienes actúan en ellos⁽¹⁸⁾.

La asimilación de ambos conceptos o la definición de los valores negociables con notas o caracteres que son propios del régimen jurídico-privado que regula los títulos-valores (o las anotaciones en cuenta) constituyen errores sistemáticos que oscurecen el sentido y fines de protección de cada rama. Pero la creación de una relación biunívoca conlleva también el riesgo de facilitar la elusión de una normativa (la de la *securities regulation* prevista para la captación de recursos en el mercado primario) cuyo ámbito, en consideración a los objetivos e intereses generales que atiende, no puede depender de la utilización de un modo u otro de representación de los derechos. En efecto, si la noción de valor negociable se construye desde los caracteres de los títulos-valor o de las anotaciones en cuenta, la aplicación de las normas que ordenan los mercados de valores podría evitarse representando los instrumentos financieros con estructuras diferentes a las de aquellos. Y la cuestión no es baladí cuando, como se sabe, el problema principal al que trata de hacer frente la definición de valor negociable es determinar los casos a los que debe aplicarse el régimen de oferta pública en los mercados de valores.

No pretende negarse que acciones y otros valores mobiliarios a menudo sean valores negociables y, en consecuencia, que deban someterse a las normas que ordenan, desde una perspectiva institucional, los mercados de valores. O, incluso, que el término valor negociable en ocasiones dependa del régimen especial de circulación de derechos que se ocupa de los títulos, antes, o de las anotaciones en cuenta, ahora. Así ocurre con los valores negociables para los que se solicita la admisión a cotización en mercados secundarios, para los que es ineludible una representación mediante anotaciones contables (art. 9.3 RD 1310/2005), como condición para estimular la liquidez que se pretende garantizar con estos mercados. Pero, fuera de ese ámbito (y, en particular, en el mercado primario) no puede haber una correlación entre el concepto sobre el que se construye la *securities regulation* (valor negociable) y el que conlleva la aplicación de los regímenes especiales de ejercicio y circulación de derechos propios de los títulos-valor o de las anotaciones (valor mobiliario)⁽¹⁹⁾. La mejor demostración es que hay acciones de sociedades anónimas que no pueden calificarse como valor negociable, ni les son aplicables las normas de los mercados de valores. Basta con referirse, por ahora, a las acciones de las sociedades anónimas especiales cuya emisión no se somete a las normas que obligan a publicar un folleto; y tampoco se pueden

(18) GONDRA, *Derecho mercantil*, I, *Introducción*, Madrid, 1992, 101; RECALDE, “Los ‘valores negociables’”, 2525 y ss.

(19) Estas ideas aparecen en la doctrina italiana al distinguir los supuestos sometidos al Derecho de títulos de la noción de “valor mobiliario” con la que se delimita el régimen del mercado de valores (SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, 105 ss.; id., “La circolazione della ‘ricchezza assente alla fine del millennio’”, *BBTC*, 1999, 408; id., voz “Titoli atipici”, en *Enciclopedia Giuridica Treccani*, XXXI, Roma, 1994, 10; id., “Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio”, *BBTC*, 1986, 13; FENGHI, “Emissione di valori mobiliari e diritto all’informazione”, *Riv. Soc.*, 1983, 478, 489; CARBONETTI, “Che cos’è un valore mobiliare”, *Giur. Comm.*, 1989, 280 y ss.; SALAMONE, “La nozione di ‘strumento finanziario’ tra unità e molteplicità”, *Riv. Dir. Comm.*, 1998, 734).

considerar valores negociables, para ser admitidas a negociación en un mercado secundario de valores, las acciones sometidas a restricciones en su transmisibilidad (art. 9.4 del RD 1310/2005).

2. ¿Es posible un concepto único de valor negociable?

El Derecho del mercado de valores tiene una indiscutible impronta estadounidense. Allí nace como respuesta a la crisis financiera de 1929 y se apoya en dos leyes: la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934. Una y otra tienen fines y ámbitos diferenciados. Sólo en la primera, que regula las operaciones de oferta pública en el mercado, se incluye una noción normativa de *security*, cuando pretende delimitar los productos a cuya “venta” se debe aplicar la Ley. Era, además, una norma que posteriormente fue objeto de precisión en sucesivas *releases* de la SEC y en decisiones judiciales⁽²⁰⁾. En cambio, en la *Securities Exchange Act* los conceptos de *stock*, *notes*, *financial instrument* o *investment contract* conviven sin pretensión ordenadora. En todo caso, en el Derecho estadounidense no hay un concepto único de *security* que delimite la materia de la que se ocupan ambas leyes⁽²¹⁾. Y en ambos sectores se constata una tendencia a ampliar el campo de la materia regulada hacia nuevos productos de inversión surgidos al amparo de la “innovación financiera”.

En España, sin embargo, mayoritariamente se entendió que era factible delimitar de manera objetiva el Derecho del mercado de valores a partir de la referencia del art. 2 LMV al valor negociable y de su posterior desarrollo reglamentario. El concepto de valor negociable serviría para acotar la Ley frente a los demás sectores del sistema financiero (bancario o seguros) y con él se agruparían, bajo una definición común y única, todos los ámbitos y materias de los que ésta se ocupa: emisiones en mercados primarios, negociación en mercados secundarios, OPAs, inversores institucionales, régimen de las empresas de servicios de inversión, normas de conducta, supervisión y sanción, fondos de garantía de inversiones, deber de información, etc. Por tanto, la

(20) Con relación al término *security* tiene un especial interés la ampliación de la materia “regulada” que causó la aparición del término *investment contract* y del *test* que al efecto se estableció en la *leading case* “SEC v. W.J. Howey Co.” de 1946 (LOSS/SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5.ª ed., Nueva York, 2004, 246 y ss.; HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 4.ª ed., St. Paul, Minn., 2004, 37 y ss.; SONDERQUIST/GABALDON, *Securities Regulation*, 5.ª ed., Nueva York, 2003, 134).

(21) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 663. Para el valor descriptivo —desprovisto de un efecto ordenador— del término *security* vid. FARRANDO, est. cit., 1218 y s. Otros países experimentan, en igual sentido, una evolución de su Derecho que acota de manera autónoma los diversos sectores regulados: para el Derecho belga el art. 4 § 1 de la Ley de 21 de junio de 2006 incluye una mera enumeración descriptiva de los *valeurs mobiliers, instruments de placements* y productos asimilables que pueden ser objeto de una *offre publique*; para Alemania, con algún matiz, vid. § 2 *Wertpapierhandelsgesetz* (AS-SMANN, *WpHG Kommentar*, § 2 Rdn. 5 y 6); la discusión sobre la existencia de una única noción general de valor mobiliario frente a la tesis de una pluralidad de nociones autónomas es particularmente intensa en la doctrina italiana (para las diversas posiciones, últimamente, CHIONNA, *Le forme dell'investimento*, 2, n. 2).

previsión del art. 2 LMV dotaría de “*unidad institucional al sistema*” pues la “*noción de ‘valor’ que maneja la Ley (sería) (...) básicamente unitaria*”⁽²²⁾.

Aunque la exposición de motivos dijera que “*la ley reposa sobre el concepto de ‘valores’ o, para mayor precisión, de valores negociables*”, el articulado no siempre resultaba coherente con tal afirmación. Y, en todo caso, no había una clara justificación para extender el concepto establecido en el desarrollo reglamentario de las normas del mercado primario a los demás ámbitos que integran el Derecho del mercado de valores. Como los fines de protección de la ordenación en cada uno de ambos ámbitos son heterogéneos, el concepto de valor o valor negociable que se utilizaba en cada uno también tenía que ser diferente. Aquí bastaría con recordar que a los efectos del régimen de OPAs los “valores” relevantes son los que atribuyen a su titular el derecho de voto, siendo este aspecto indiferente en la prohibición de operaciones de iniciados sobre información privilegiada sobre “valores” o para los casos en que un Fondo de Garantía de Inversiones debe cubrir la falta de entrega de dinero o de “valores” a consecuencia de la insolvencia de una Empresa de Servicios de Inversión.

3. Los caracteres del “valor negociable”

Más allá de una referencia económica genérica a su consideración como un “*bien de segundo grado*”⁽²³⁾, el valor negociable es un concepto estrictamente jurídico. No se trata, por tanto, de una noción empírica sobre la que el Derecho se proyecte. El valor negociable es relevante para su diseño ordenador en el sentido en el que la Ley lo define y establece su disciplina⁽²⁴⁾. Según la opinión más autorizada, el art. 2 LMV y el art. 2 del originario reglamento de emisiones (RD 291/1992) señalaban los rasgos relevantes de un valor negociable: patrimonialidad, carácter circulante, aptitud para generar mercados de funcionamiento público y permanente (*marketability*) y sustituibilidad (fungibilidad)⁽²⁵⁾.

La *patrimonialidad* hacía referencia al contenido de los derechos de los valores (pretensiones crediticias o relaciones participativas en sociedades o en fondos patri-

(22) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 664.

(23) Es decir, cuyo valor no radica en el uso o disfrute del derecho sino que depende de los rendimientos del emisor (GIRÓN, *Coloquios sobre derecho bursátil*, Bilbao 1970; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 680 y s.).

(24) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 662.

(25) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 683. Mientras tanto, en la doctrina alemana se construye el concepto a partir de tres notas: derechos “estandarizados” (entendidos como independientes de circunstancias individuales), “negociables” (*handelbar*) o susceptibles de una libre negociación en mercados organizados, y transmisibles (*übertragbar*), que parecen fundirse en la fungibilidad (AS-SMANN, *WpHG*, § 2 Rdn. 7 a 10).

moniales). La *aptitud para generar mercados* y la *fungibilidad* se apoyaban en que los valores se emitían en masa con un contenido homogéneo de derechos. No obstante, se admitía que la noción de valor negociable no debía decaer a falta de una emisión en serie, cuando una pluralidad de instrumentos se emitieron singularmente pero reflejaban una sustancia económica común. Y precisamente en consideración a su susceptibilidad para ser negociados en el mercado, se decía que era necesario que el valor negociable *pudiera circular* como cosas corporales (*títulos*) o como derechos incorporeales pero sometidos a un régimen que tutela al adquirente (*anotaciones en cuenta*). En uno y otro caso, los valores negociables deberían considerarse a ciertos efectos bienes muebles, en virtud de la ficción jurídica que concurre en la pretensión de asegurar la equivalencia funcional entre las dos vías de convertir en “valor” la realidad económica subyacente ⁽²⁶⁾.

Este planteamiento tiene inconvenientes. Por un lado, define el valor negociable con notas que provienen de otro sector del ordenamiento cuyos fines de protección son diferentes (los regímenes relativos al ejercicio y circulación de derechos patrimoniales). Además, en un plano más práctico, al condicionarse la presencia de un valor negociable a la elección de las formas de ejercicio y circulación de derechos alternativas al Derecho común (títulos o anotaciones contables), se abre una peligrosa vía de escape en la normativa reguladora de los mercados financieros y, sobre todo, en el ámbito del control de la captación de inversiones en los mercados primarios. La huida de la disciplina de estos mercados sería tan fácil como la que se alcanza ofreciendo al público instrumentos atípicos que no se representarían en títulos o anotaciones. Piénsese en el caso de una oferta al público de inversiones en documentos privados desprovistos de cualquier efecto sustantivo en el plano de la circulación (participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada, de una comanditaria, o de cuentas en participación) ⁽²⁷⁾.

En efecto, la definición de valor negociable en la normativa del mercado primario (emisiones) se construía sobre caracteres que eran propios de los instrumentos susceptibles de negociarse en los mercados secundarios y que, en consideración a la función de estos mercados, podrían exigírseles para su admisión a cotización en ellos. Sin embargo, esos mismos caracteres servían para delimitar la normativa que pretendía aplicarse a la captación de ahorros o a otros ámbitos (p. ej. normas de conducta y prohibición de abuso); y, por lo demás, era una noción estrecha incapaz de comprender los nuevos instrumentos o técnicas de inversión, que fueron surgiendo en el tráfico al

⁽²⁶⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 684.

⁽²⁷⁾ En otros países (EE.UU., Alemania) se conocen casos de solicitudes de inversión en “mercados grises” no supervisados (RECALDE, “Los ‘valores negociables’”, 2555, esp. n. 46). En España la norma que a partir de 1998 pretendió poner coto a este riesgo (art. 26 bis LMV), entendida como una prohibición a la emisión de nuevos valores, resultaba contradictoria con el principio de libertad de emisión (art. 25 LMV). Quizá ello explique su desaparición con la reforma de 2007. Pero su significación se recupera a la luz de los efectos causados por algunos productos estructurados (*infra* apartados 4 y 7).

amparo de la llamada “innovación financiera”. La clave del sistema se sitúa, precisamente, en la creación de nuevos instrumentos financieros (lo que se calificó discutiblemente como un problema de atipicidad) y en los criterios para la extensión analógica de la definición de valor negociable. En efecto, el acogimiento mayoritario de una noción estricta de valor negociable dificultó la delimitación del Derecho del mercado de valores con el concepto legal y tuvo que compensarse sustituyéndolo por el nuevo referente: instrumento financiero.

4. La función de la “cláusula general” en la definición de valor negociable

El art. 2 del derogado RD 201/1992 ofrecía una definición analítica de valor negociable a partir de una lista de supuestos integrantes de la categoría, que se complementaba con una cláusula general de cierre que permitía extender la definición a supuestos análogos a los enumerados [art. 2.1.f)]⁽²⁸⁾. El siguiente párrafo incluía otra lista de derechos que no merecían tal calificación. El vigente Reglamento que regula las emisiones no ha alterado de forma importante el modelo, aunque la cláusula general aparece en el primer párrafo (ahora art. 3 RD 1310/2005), realzando su significación como instrumento que desvela los criterios relevantes para la definición. Los supuestos incluidos en la lista de los valores negociables que acompañan a la cláusula general siguen constituyendo una serie abierta, mientras que el siguiente apartado vuelve a referirse a los derechos que no merecerían la calificación de valores negociables.

La definición de un concepto jurídico cumple una función sistemático-ordenadora, algo que resulta especialmente importante en casos de atipicidad. En el Derecho del mercado de valores la materia regulada se delimitaría objetivamente en función del “producto”. Con la previsión de la cláusula general se pretende facilitar la aplicación de esta normativa a nuevas formas o técnicas de inversión surgidas al amparo del principio de libertad de emisión. Las normas sobre el folleto regulan las emisiones de los valores clásicos (acciones, bonos, obligaciones). Pero también deben abarcar nuevas fórmulas que puedan crearse para captar el ahorro de los inversores. La cláusula general refleja el interés por facilitar la extensión de esas normas a las nuevas formas de inversión. Por ello, debe establecer los presupuestos que permitan el recurso a la analogía, para evitar el fraude de ley. Ocupa, por tanto, un lugar central en el diseño legislativo y cumple una función de cierre del sistema en relación con los supuestos regulados⁽²⁹⁾. Pero para esa función se ve ayudada por la identificación de las notas

⁽²⁸⁾ Al modo de lo previsto en la sección 2.1 de la *Securities Act*, que culmina la extensa lista de supuestos de *securities* remitiendo a la tipificación social: “...or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘security’”.

⁽²⁹⁾ Para el lugar central que debía otorgarse a esta cláusula ya RECALDE, “Los ‘Valores negociables’”, 2550 y ss.; y SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 677 y 682 y ss.: aunque discrepa de nuestra interpretación respecto de los rasgos que resultan de ella, coincide en que su función es completar las listas positiva y negativa de valores negociables al “permitir decidir dentro de su halo lo que deberá entrar o salir de (...) ella si luego aparecen —que aparecerán— fenómenos nuevos difíciles de encajar en una u otra lista”.

que son comunes a los valores negociables que se incluyen en la lista positiva y por los excluyentes de la lista negativa. En efecto, el recurso a la analogía es posible desde las notas de la cláusula general y la comparación con los rasgos comunes en los supuestos que se calificaban como valores, y con aquellos que en negativo excluían esa calificación⁽³⁰⁾. Si ello no fuera posible, el valor negociable no sería un referente adecuado y convendría acudir a otro distinto para acotar la materia regulada, tal como, al final, ha ocurrido cuando ha sido necesario ampliar el ámbito de la ley a los instrumentos financieros y, luego, acotarla con esta nueva noción⁽³¹⁾.

Frente a una cláusula general cuya finalidad era servir de contrapunto al principio de libre creación de nuevas formas de captación del ahorro, el ámbito al que se aplica el régimen de los títulos-valor o de las anotaciones debe venir presidido por un principio de *numerus clausus*⁽³²⁾. Sólo puede ser así, ya que la regulación especial de estas formas de ejercicio y circulación conlleva efectos *erga omnes*. El establecimiento de un régimen especial de protección de los adquirentes de buena fe incide sobre los terceros, en cuya esfera no se puede decidir sin su consentimiento. De ahí que la necesidad de un modelo de predeterminación legal que prevea los tipos de derechos sometidos (o sometibles) a los regímenes exorbitantes de los títulos-valor o de las anotaciones en cuenta. La misma razón reclama que el régimen de las anotaciones en cuenta no tenga carácter dispositivo⁽³³⁾.

(30) También, SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 665 y s.

(31) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 678: “si la cláusula general estuviera bien hecha, sobraba también entre nosotros la necesidad de incorporar la categoría de los ‘instrumentos’ o cualquier otro esquema contractual de inversión, ya que la expansión fisiológica del sistema podía venir garantizada sin recurrir a nuevos conceptos por la función de cierre que aquella cláusula general cumple”.

(32) RECALDE, voz “Título-valor”, 6581; *id.*, *El conocimiento de embarque y otros documentos del transporte. Función representativa*, Madrid, 1992, 349; DE DIOS: *Títulos-valor simples y documentos de legitimación*, Madrid, 2003, 261; EIZAGUIRRE, “Los valores en papel”, *RDM*, núm. 229, 1998, 1072; *id.*, *Derecho de los títulos-valores*, 51, quien comparte este planteamiento aunque con diferencias de matiz referidas, sobre todo, al fundamento del *numerus clausus*, que lo halla en todas las propiedades normativas de los títulos y no sólo en la adquisición de buena fe *a non domino*. Aparentemente coincide con nuestra posición SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 690. Frente al principio de tipicidad de los títulos, no hay razones para restringir la libre creación de documentos meramente probatorios o de legitimación.

(33) Así SÁNCHEZ ANDRÉS, “La articulación conceptual del Derecho del mercado de valores: mitos y teorías”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 209; aunque sus argumentos se refieren a la necesidad de una norma legal en el régimen sustantivo de desmaterialización de los títulos-valores, también serían aplicables a la creación de nuevos “activos financieros” sometidos a las normas exorbitantes de los títulos o de las anotaciones en cuenta. Sin embargo, en “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 689, parece optar por un ámbito de *ius cogens* que limita la libertad de creación más estricta para los títulos que para las anotaciones en cuenta.

La opción por el cierre tipológico, en cambio, es cuestionable si lo que se pretende es delimitar el ámbito de aplicación del Derecho del mercado de valores (de la LMV) o las competencias de supervisión de la CNMV. Los fines de ordenación son aquí diferentes y no pueden explicarse unos en función de otros⁽³⁴⁾. El problema se plantea en función de la admisión de un modelo de libre creación de nuevas formas de inversión (*infra* 4). Si se afirma este principio, tal como venía sucediendo, la lista de supuestos sometidos a la normativa del mercado primario debería ser abierta. Como en los mercados de valores y, en general, en los mercados financieros la “ingeniería” (innovación) financiera ha sido fuente de creación de nuevas formas de captación de los recursos de los ahorradores, la Ley debe adoptar una perspectiva flexible cuando delimita la realidad que ordena con el concepto de valor negociable. En otro caso se correría el riesgo de que la innovación financiera fuera un cauce para eludir un régimen que pretende ofrecer a los ahorradores información suficiente sobre la que sustentar su decisión de invertir. Por tanto, la delimitación de supuestos sometidos al Derecho del mercado de valores y, muy especialmente, en relación con la delimitación de los supuestos sometidos a la disciplina aplicable a la captación de inversiones debería venir presidida por un principio de *numerus apertus*. No hay ni puede haber correspondencia entre el debate sobre tipicidad de los títulos-valores y libertad de emisión de nuevos valores o instrumentos de inversión, como no la hay en los problemas que subyacen en uno y otro sector. En el caso del Derecho del mercado de valores interesan los temas que afectan a la solicitud y recogida de los ahorros del público necesitado de una especial tutela; nada que ver con los intereses y preocupaciones del Derecho privado de títulos⁽³⁵⁾. Por ello, también, la definición del concepto de valor negociable en la cláusula general no se puede apoyar en notas cerradas, sino en criterios de carácter funcional.

El objetivo puede verse defraudado si el concepto de valor negociable se construye, como se hizo en 1992 y en 2005, desde rasgos cerrados que se corresponden a una visión tradicional (cartular) de valor negociable. Por esta vía se crean obstáculos a la extensión de las normas a los nuevos instrumentos financieros, depósitos estructurados, o a los derivados financieros; como también a la participación en un fondo filatélico o en los rendimientos derivados de la explotación de un bos-

(34) Especialmente SPADA, “Títoli atípicis”, 1993, 8. Pero a veces el *numerus apertus* de títulos-valor se defiende con argumentos traídos de la necesidad de una lista abierta de supuestos regulados en el Derecho del mercado de valores: PEINADO, “¿Títulos de crédito atípicos?”, *RDBB*, núm. 59, 1995, p. 617 y ss.; a quien sigue SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 692.

(35) La falta de correspondencia se aprecia en que cabe emitir títulos sin solicitud pública de ahorros y, por tanto, a la que no se aplicarían las normas del mercado primario (piénsese en una emisión de acciones suscritas por todos los antiguos accionistas) y, al contrario, una emisión de valores que no se representen en títulos o anotaciones (SPADA, “Títoli atípicis”, 9).

que⁽³⁶⁾. En un primer momento las dudas surgen en relación con nuevas formas de inversión desconocidas en 1988 y que se difundirían con posterioridad: en concreto, los problemas los suscita la aplicación de una interpretación estricta del concepto de valor negociable a los futuros y opciones financieras. Pero la utilización de un concepto amplio habría resuelto, también, su aplicación a la panoplia de nuevos derivados sobre índices o sobre el valor de otros instrumentos financieros, productos estructurados, etc.⁽³⁷⁾.

El Derecho español no merece aquí elogios. Es cuestionable, ya, que la escasez de elementos interpretativos que ofrecía la Ley la compensara el Reglamento de emisiones (art. 2 RD 291/1992) con una definición “aclaratoria” y más amplia, que incorporaba nuevos rasgos. Ello condujo a que la doctrina obtuviera la definición legal de valor negociable de este precepto y a que pretendiera dotarle de un ámbito general de aplicación. Pero los mayores inconvenientes provenían de que la lista de los valores comprendidos en aquel concepto eran los que tradicionalmente se caracterizaban por representarse en títulos o en anotaciones contables, lo que condujo a considerar este rasgo como un dato común que serviría para definir el concepto⁽³⁸⁾.

Sólo así puede entenderse que la mayor parte de los autores se inclinase por una noción restrictiva de valor negociable (contraria, por tanto, a la función de la cláusula general); o que excluyese de tal calificación a futuros y opciones financieras. A estos efectos no era compartible el argumento de que el contenido jurídico que es objeto de negociación en futuros y opciones sean contratos, y, por esa condición, no podrían ser valores. Resulta, en efecto, muy poco convincente la negativa a calificar los futuros y opciones como valores sobre la base de que su contenido es el propio de una posición contractual cuando el contenido jurídico-patrimonial al que se refiere la mayor parte de los valores se corresponde con posiciones jurídico-negociales de naturaleza contractual (de préstamo, de sociedad, etc.). Por otro lado, ninguna previsión normativa

(36) Supuestos que citaba SÁNCHEZ ANDRÉS (“Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 662), situando el centro neurálgico en el problema de la tipicidad y en los criterios con los que la analogía permite cubrir nuevos fenómenos (est. cit., 665 y 677). Otra cosa es que se acertara en la elección de los elementos definidores de la cláusula general [crítico, p. ej., SÁNCHEZ CALERO, “Art. 2” en Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs)*, 42]. Siguiendo un concepto amplio del “producto” que delimita la normativa, hace tiempo que se dijo en Italia que los problemas de régimen no se tenían que haber planteado ni tan siquiera para los *swaps*, que podrían haberse considerados incluidos en él (CAPRIGLIONE, “Gli *swaps* come valor mobiliari”, *BBTC*, 1991, I, 792).

(37) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 662.

(38) Como ya advertimos, el contraste de los derechos incluidos en la lista positiva con los de la lista negativa permitía apreciar reminiscencias de las categorías del derecho de títulos (o, ahora, de anotaciones en cuenta) (RECALDE, “Los ‘valores negociables’”, 2545 y ss.). Ambas listas y la misma cláusula general demasiadas veces eran tributarias de una noción clásica de valor mobiliario, es decir, dependían del régimen de circulación y ejercicio de derechos de títulos-valor y anotaciones en cuenta (lo reconoce SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 677).

impedía que los valores negociables comprendieran instrumentos que atribuyen a su titular una posición contractual.

En realidad, incluso quienes rechazaban la calificación de los futuros y opciones como valores negociables se veían obligados a admitir que la disciplina jurídica que les sería aplicable en muchos casos era la propia de los valores negociables⁽³⁹⁾. Y aunque normalmente los futuros se ejecutan al vencimiento (y el cumplimiento recae en el mercado que actúa como contraparte), nada impediría su circulación. Sin embargo, para aquella caracterización importa más el hecho de que difícilmente puede discutirse que estos instrumentos se someten a la ordenación general de los mercados de valores. La existencia de un régimen especial que se ocupa específicamente de la creación de estos instrumentos de inversión (RD 1814/1991) sólo excluye la aplicación de la normativa del mercado primario en materia de emisiones públicas, pues este es el ámbito en el que es relevante la normativa específica aprobada para ellos. Pero fuera de las normas particulares que regulan su creación, la regulación de futuros y opciones responde al plan legislativo que subyace en el conjunto del Derecho del mercado de valores. Su autorización compete al Ministerio de Economía y Hacienda previa propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de “Valores” (art. 2 RD 1814/1991), en su negociación deben aplicarse las normas de conducta generales de los mercados de valores⁽⁴⁰⁾ y si el problema para su calificación como valores negociables fuera (que no debería serlo) el régimen de ejercicio y circulación, también convendría recordar que futuros y opciones se representan mediante anotaciones en cuenta (art. 5).

El escaso éxito en el intento por delimitar este sector del ordenamiento desde la noción de valor negociable se pudo constatar cuando en 1998 se reformó el art. 2 de la Ley para incluir junto al referente originario el término “instrumento financiero” o, por fin, cuando en la reforma de 2007 el “instrumento financiero” pasó a ocupar el lugar central del tradicional “valor negociable” como “objeto” o referente de la regulación.

⁽³⁹⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 681 y s.; id., voz “Opción financiera”, *EJB*, 4592; IGLESIAS PRADA, “El contrato de futuro financiero. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, en Díaz Ruiz/Larraga, *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995, 235; MASSAGUER, “La opción financiera: caracterización jurídica”, en Díaz Ruiz/Larraga, *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, 267. En línea con lo aquí mantenido —calificando los futuros y opciones como valores negociables y sometiéndolos al Derecho del mercado de valores— SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, 70.

⁽⁴⁰⁾ En 2000 el congreso de los EE.UU. modificó la *Securities Act* para excluir a los *swaps* con subyacentes de valores de la definición de *security*, lo que no impediría su sometimiento a las previsiones “anti-fraude” de las leyes de valores (HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 39).

IV. ATIPICIDAD Y PRINCIPIO DE LIBERTAD DE EMISIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES

Como ya se ha dicho, las dificultades que suscita la acotación de la normativa del mercado de valores derivan de las exigencias que plantea el principio de libertad de emisión que desde 1988 preside el régimen español del mercado de valores. No obstante la libertad para emitir instrumentos financieros venía compensada por alguna norma fuertemente restrictiva. Por un lado, el art. 19 del Reglamento de emisiones (RD 291/1992) exigía que el folleto de emisión definiera el “*régimen jurídico de los valores, con especificación de los procedimientos que garanticen la certeza y efectividad de los derechos del primer tenedor y de los siguientes*”. En un momento llegó a entenderse que esta norma exigía que el titular de los valores ocupara una posición mejor que el anterior titular, lo que reclamaría, al fin, la representación en títulos-valor o en anotaciones en cuenta⁽⁴¹⁾. Pero esta interpretación contradecía la acotación específica de ambos sistemas de normas en función de los intereses protegidos en cada uno de ellos.

Pero el modelo liberal se restringió de manera más importante en 1998, con ocasión de una reforma que introdujo un art. 26 bis en la LMV. En él se indicaba que “*ninguna persona o entidad podrá apelar o captar ahorro del público en territorio español sin someterse a este Título o a la normativa sobre inversión colectiva o a cualquier otra legislación especial que faculte para desarrollar la actividad antes citada*”. Alguna propuesta pretendió una interpretación del precepto que excedería de un mero reconocimiento del principio de “exclusividad de régimen”, que supondría el sometimiento de todas las ofertas de valores a la regulación de las ofertas públicas de emisión (folleto, supervisión por la CNMV, responsabilidad por los datos incluidos en aquél, etc.)⁽⁴²⁾. En efecto, la norma llegó a entenderse en el sentido de que cualquier emisión pública que se realizara fuera del ámbito de los supuestos previstos en la norma, es decir, cualquier operación pública con fines de inversión sobre instrumentos o productos que no fueran subsumibles en la noción de valores negociables, tal como estos se entendían en la visión más tradicional, quedaría fuera del ámbito de la Ley.

Tal interpretación contradice los intereses protegidos en el Derecho del mercado de valores. La *need of protection* existe siempre que se ofrecen inversiones a través de cualquier instrumento de captación de recursos financieros. La excepción sólo debería darse si una norma prohíbe una determinada emisión o establece un régimen especial (como ocurre, pero sólo a estos efectos, con los futuros y opciones). En cambio, debería ser indiferente que la colocación se efectuase mediante instrumentos financieros que se representan en títulos, a través de anotaciones en cuenta, de documentos de legitimación o de meros documentos probatorios. Como también debería ser irrelevante si se trata de una emisión de valores negociables, entendido el término en el sentido

⁽⁴¹⁾ Así SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 695.

⁽⁴²⁾ Vid. LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Madrid, 2003, 75.

estricto en que los define el reglamento, o de participaciones en sociedades limitadas o comanditarias. Aunque estas no se admitan a negociación en un mercado secundario oficial (art. 9.3 RD 1310/2005, en relación con art. 5.2 LSRL), ello no debe suponer un obstáculo a la tutela de los destinatarios ante una oferta pública. Los fines de protección en uno y otro caso son diferentes. En los mercados secundarios la tutela del inversor exige que sólo deban admitirse instrumentos cuya circulación coloque al adquirente en una posición de especial protección que lo hagan inmune frente a riesgos o circunstancias que pudieran afectar al transmitente. En las emisiones, en cambio, lo importante es que se utilicen medios publicitarios en la captación de ahorros de inversores difusos para destinarlos a fines productivos gestionados por otros y sometidos a la incertidumbre en sus resultados.

A partir de 2007 el art. 25 LMV acoge con mayor rotundidad el principio de libertad de emisión. Es claro que, como regla general, la emisión de valores no requiere de una autorización administrativa; pero, además, la colocación de los valores podrá realizarse a través de cualquier técnica que el emisor considere adecuada a sus intereses. En definitiva, el principio opera tanto para emitir y recabar el ahorro del público inversor como para determinar la fórmula jurídica (y la disciplina normativa) aplicable al “producto” o “instrumento” que se ofrece a los inversores. Es decir, se abre, expresamente, un campo amplísimo a la llamada “innovación (o ingeniería) financiera”. Las únicas limitaciones que la Ley establece vienen dadas de la exigencia de que el emisor se constituya de acuerdo con la legislación del país de domicilio, de que se cumplan las previsiones legales en relación con el folleto, y que se respete el régimen jurídico al que están sometidos los “valores” y que estos sean libremente transmisibles.

En la medida en que el concepto de “valor negociable” no ocupa ya un lugar central en el plan del sistema, no hay duda de que el principio de libertad se debería extender a otros supuestos o formas distintas de recepción de ahorros públicos y a la oferta en contrapartida de nuevos productos financieros. Y, por supuesto, debería resultar irrelevante que los “valores” o los productos financieros que se utilizan se representasen mediante títulos o mediante anotaciones, o a través de otros instrumentos alternativos de representación⁽⁴³⁾, como sería el caso en que las inversiones se reflejasen en documentos con una mera función de prueba o en títulos de legitimación.

V. DEL “VALOR NEGOCIABLE” AL “INSTRUMENTO FINANCIERO”

Como se ha visto, las dificultades para acotar el Derecho del mercado de valores y el ámbito de aplicación de la Ley a partir de una noción estricta de valor negociable (anclada en concepciones que no atienden al fin de protección de este sector) explican

⁽⁴³⁾ Por supuesto, siempre que normas especiales de un determinado régimen no prevean otra cosa. Este sería el caso del art. 9.3 del RD 1310/2005 para los valores respecto de los cuales se presenta una solicitud de admisión a cotización, que necesariamente deben representarse mediante anotaciones en cuenta (en congruencia con lo previsto en el art. 29 RD 116/1992, sobre anotaciones en cuenta).

la aparición de nuevos referentes y, en particular, el de “instrumento financiero”. Había también una razón práctica. España se veía obligada a incorporar varias Directivas comunitarias sobre empresas de servicios de inversión (en particular, en un primer momento, la Directiva 93/6/CE, seguida por la directiva 95/26/CE) en las que, con escasa preocupación sistemática, latía una clara consciencia de que su ámbito de aplicación no podía depender de criterios surgidos en conceptos y sectores diferentes. Por ello, sin perjuicio de conservar la referencia tradicional a los valores (*security*), se entendió que el ámbito de la normativa de los mercados debería extenderse a las nuevas técnicas de inversión, que, así, se calificaron como “instrumentos financieros”. Con ello quedaba claro que la Directiva se aplicaba a *warrants*, opciones, futuros, derivados y cualesquiera nuevos instrumentos aparecidos en los mercados a través de los cuales se realizaban operaciones de inversión.

En un momento posterior, de nuevo la incorporación de otra Directiva (en este caso la de mercados de instrumentos de inversión, MiFID)⁽⁴⁴⁾ provocaría un cambio en el centro de la regulación, que deja de situarse en el valor negociable para referirse a una noción amplísima —instrumento financiero— de la que el valor negociable no sería una alternativa sino un subtipo (art. 2 LMV tras la Ley 47/2007)⁽⁴⁵⁾. En efecto, en el nuevo precepto el ámbito de la Ley comprende “*los siguientes instrumentos financieros*”. Y estos incluyen, (i) en primer lugar los valores negociables, que se describen con una lista que se corresponde básicamente a la del art. 3.1 RD 1310/2005 (con algún cambio casi siempre puntual o terminológico); cuando se dice que estos son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero se los está caracterizando fundamentalmente por su negociación o aptitud para negociarse en los mercados secundarios; la lista parece constituir un *numerus clausus*. A continuación (ii) la Ley se refiere a los instrumentos financieros distintos de los valores negociables, lista muy extensa y que, sin ofrecer un criterio seguro, refleja la opción del legislador por el modelo anglosajón, en el que se rehúsa ofrecer una definición abstracta de los instrumentos regulados y se opta por una definición analítica de los supuestos o clases

(44) Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril 2004.

(45) La sustitución del concepto de valor negociable por el de instrumento financiero se da también en otros países (SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 673 y ss.), en particular, con la incorporación de la MiFID; así ocurre en Francia, donde la noción de *instruments financiers* sustituyó a la de *valeurs* (article L211-1 —según Ordonnance núm. 2009-15 de 8-1-2009— Code monétaire et financier); también en Italia el instrumento financiero abarca valores mobiliarios y derivados (art. 1 del *Testo Unico delle Disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, d.lgs. n. 164 2007) (COSTI/ENRIQUES, *Il mercato mobiliario*, 29 y ss.; CAPRIGLIONE, *BBTC*, 2008, 46; y ya para la aparición del término *strumento finanziario* en 1996 con problemas parecidos a los que suscita nuestra vigente legislación CARBONETTI, “Dai ‘valori mobiliari’ agli ‘strumenti finanziari’”, *Riv. Soc.* 1996, 1103 y ss.); en Alemania la *Anlegerschutzverbesserungsgesetz* de 2004 hace aparecer el instrumento financiero como supraconcepto que comprende los valores tradicionales, los derivados y los instrumentos del mercado monetario, lo que ratifica la *Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz* (2007) al incorporar la MiFID (ASSMAN, *WpHG*, § 2 Rdn. 5; SPINDLER, “Kapitalmarktreform in Permanenz”, *NJW* 2004, 3449).

de supuestos a los que puede aplicarse la calificación⁽⁴⁶⁾. En todo caso, la redacción de la norma parece presuponer una enumeración cerrada, de manera que el ámbito de la Ley sólo se extendería a los supuestos mencionados en el precepto y no a otros. No obstante, algunos de los términos resultan tan vagos e indeterminados que abren el camino a nuevas modalidades de inversión; en particular, el art. 2 párr. primero núm. 8 parece incorporar una nueva cláusula general que habilitaría a ampliar discrecionalmente el ámbito de la Ley a nuevos instrumentos de inversión no tipificados. Sin embargo, no se establecen criterios seguros para esa extensión analógica a nuevos supuestos⁽⁴⁷⁾.

De esta manera la distinción entre los valores negociables y los demás instrumentos financieros carece de consecuencias. Tras las dificultades para determinar el “objeto” al que la Ley se refiere, termina por apreciarse la irrelevancia de la distinción entre valores negociables y otros instrumentos financieros. Ahora, privando a aquella noción de cualquier efecto normativo, se hace superflua y prescindible, pues los efectos que se le anudaban se vinculan a los instrumentos financieros. La Ley misma señala que “a los instrumentos financieros distintos de los valores negociables, les serán de aplicación, con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables” (art. 2, párrafo segundo, LMV). La modificación del centro de referencia desde el valor negociable al instrumento financiero ha sido meramente léxica, pero carece de consecuencias normativas⁽⁴⁸⁾.

En fin, también conviene destacar que la reforma de 2007 no sólo modificó el art. 2 LMV, sino también el art. 1. Desde esta fecha el “objeto” de la Ley es “la regulación de los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento y las normas relativas a los instrumentos financieros objeto de su negociación y a los emisores de esos instrumentos”. La norma extiende también su objeto a “la prestación en España de servicios de inversión y al régimen de supervisión, inspección y sanción”. El centro se sitúa definitivamente en la ordenación de los mercados (“sistemas”).

Se ha dicho en otros países que la adopción del concepto de instrumento financiero como referente del régimen de los mercados de valores sanciona, definitivamente, el divorcio entre los conceptos de título-valor/ anotación en cuenta (valor mobiliario) y

⁽⁴⁶⁾ Este modelo de definición enumeradora se corresponde al anglosajón, frente al que es —o era— más habitual en el Derecho continental, que cuando define busca el género común y la diferencia, (CARBONETTI, *Riv. Soc.*, 1996, 1109 y s.).

⁽⁴⁷⁾ Con esta concepción tan amplia, la determinación de supuestos no sometidos a la Ley no dependería de la tipología del producto, sino de criterios cuantitativos que excluirían, por abajo, las inversiones de escaso valor (“de bagatela”, al igual que en el Derecho de la competencia) y, por arriba, aquellas con un valor tan elevado que permiten concluir que el inversor no requiere de una especial tutela. La experiencia española reciente de falta de control sobre ofertas de inversión con una discutible reputación pone de relieve la necesidad de adaptar constantemente estas cifras.

⁽⁴⁸⁾ SALAMONE, *Unicità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, 60; CARBONETTI, *Riv. Sos.*, 1996, 1114.

el de valor negociable⁽⁴⁹⁾. Pero en el Derecho español el proceso habría sido más fácil, desde el momento en que el régimen de títulos/anotaciones y la ordenación de los mercados utilizaban diferentes conceptos (valor mobiliario *versus* valor negociable) para delimitar el supuesto de hecho al que eran aplicables. También a ello habría contribuido que en el régimen de emisión pública de valores se estableciera una cláusula general que permitía abrir su ámbito a nuevas formas de inversión. Y, sobre todo, una interpretación amplia (funcional) del concepto de valor negociable, que tuviera en cuenta el sentido y los fines ordenadores del Derecho del mercado de valores. Sin embargo, las reminiscencias de un pasado confundente y la tendencia a explicar el valor negociable con caracteres propios de los títulos-valores supusieron un freno a esa evolución expansiva del Derecho del mercado de valores. Ello hizo necesario introducir el término instrumento financiero al lado del valor negociable. Aunque luego la inutilidad del término se demuestra en que el conjunto del Derecho del mercado de valores acabe acotándose sobre éste.

Lo que resulta imposible es que un concepto tan amplio y difuso como el de instrumento financiero que responde, finalmente, a criterios económicos, pueda definirse por notas o caracteres cerrados que delimiten una disciplina jurídica, como, tampoco sirve, en ningún caso, para acotar todos los sectores del Derecho del mercado de valores. Es necesario acudir, por tanto, a una delimitación funcional del instrumento financiero en cada sector del Derecho del mercado de valores (emisiones en el mercado primario, admisión a cotización, normas de conducta, *insider dealing*, OPAs, etc.). Ello permite dar un paso más. La constatación de la inutilidad de un referente unitario cuestiona la procedencia misma de un acotamiento del régimen que regula los diversos sectores de los mercados financieros (mercados de “valores”, banca, seguros) en consideración al “producto” que en ellos se negocia⁽⁵⁰⁾. Lo que interesa es siempre el control efectivo de las operaciones que responden a una causa de inversión⁽⁵¹⁾. Esta perspectiva habría facilitado una respuesta adecuada a las exigencias que planteó la inversión en nuevos “productos financieros” novedosos y peculiares como los sellos o la explotación común de bosques, que respondían a aquella finalidad de inversión⁽⁵²⁾.

De seguirse estas propuestas, el modelo legal atendería a la actividad o a la función de inversión que subyace en la realidad que se considera merecedora de atención por el Derecho. Es ahí, en la actividad de inversión de los ahorros del público con fines de inversión, donde se situaría el centro neurálgico de la “necesidad de protección” que justifica la aparición de la *securities regulation*. En esas condiciones, el

(49) SPADA, voz “Titoli atipici”, 10.

(50) Esta sería una evolución que varios países han seguido, en la línea de lo que los EE.UU. ya avanzaron con el concepto de *investment contract* (para Italia CHIONA).

(51) BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milán, 2002, 55.

(52) La necesidad de ampliar la aplicación del régimen del mercado de valores a nuevas formas de realizar actividades de intermediación y de ofrecer en el mercado operaciones económicas en que subyace una finalidad de inversión está detrás de las propuestas que valoran la conveniencia de que un concepto de “producto financiero” sustituya al “instrumento financiero” (CHIONA, ob. cit., 79 y ss.).

“valor” o, en general, el “producto” financiero dejan de ser la referencia de la *securities regulation*⁽⁵³⁾.

VI. DELIMITACIÓN DE LOS DIVERSOS SECTORES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SUPERVISIÓN

La ampliación de la materia regulada por la LMV y la amplia lista de instrumentos financieros a los que ésta se aplica resaltan un problema en el que hace diez años nos deteníamos⁽⁵⁴⁾. Abandonada toda pretensión de construir un concepto cerrado y unitario de valor negociable aumenta el riesgo de que la supervisión de los mercados de valores se superponga a la que se aplica en otros sectores. Cuando no es factible ofrecer una definición segura de valor negociable (o, luego, de instrumento financiero o de producto financiero) se difumina el criterio que servía para acotar el régimen de cada uno de los sectores de los mercados financieros. En particular, acaba por resultar difícil delimitar el régimen del mercado de valores y la supervisión por la CNMV, respecto de la regulación y supervisión de entidades de crédito, a través del Banco de España (BdE), o del régimen que se aplica a las entidades de seguro, cuyo control y vigilancia en España corresponde a la Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones (DGSPP).

En efecto, hoy no resulta ya eficiente el esfuerzo de distinguir los sectores en función de los “productos” que se negocian en ellos. Como, de igual forma, nadie puede discutir la similitud que existe entre la participación en un fondo de inversión mobiliario (gestionado por una gestora de fondos de inversión y cuya supervisión corresponde a la CNMV) y un plan de pensiones (gestionado por una compañía de seguros, sometida a la supervisión de la DGSPP); entre un depósito estructurado invertido en una “cesta” de valores, opciones o índices (cuya supervisión puede corresponder a la CNMV) y ciertas modalidades de depósito administrado de valores, que es actividad tradicional, también, de los bancos (sometidos al control del BdE)⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵³⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 685, a pesar de su punto de partida en el que intentaba atribuir al de “valor negociable” un lugar central en la ordenación y sistematización del Derecho del mercado de valores (vid. referencias *supra* en nota 6), sin embargo, en la misma obra 686, recelaba, en relación con la reforma de 1998, de la ampliación de la LMV a inversiones en subyacentes no financieros, dadas las diferencias en el riesgo de “abuso de mercado” que aquí podían presentarse respecto de los abusos frente a las inversiones financieras. Mientras en éstas los problemas provienen del desequilibrio informativo, en los mercados de productos (*commodities*) derivan de acaparamientos que pueden distorsionar los procesos económicos.

⁽⁵⁴⁾ RECALDE, “Los ‘valores negociables’ ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?”, 2559.

⁽⁵⁵⁾ DÍAZ/RUIZ, “El depósito bancario estructurado”, *RDBB.*, núm. 89, 2003, 9 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 702 y s.

Las dificultades apuntadas explican algunas propuestas que suponen un replanteamiento radical del modelo originario⁽⁵⁶⁾. En efecto, la evolución de los últimos tiempos seguida en otros países muestra una tendencia a reunir la supervisión financiera en un único organismo⁽⁵⁷⁾ o en dos estructuras (modelo dualista de supervisión financiera *twin peaks*) que no delimitan sus funciones sobre la base de criterios sectoriales (de mercados o productos) sino de los objetivos de la regulación⁽⁵⁸⁾.

El Derecho del mercado financiero se ocuparía de crear y regular los instrumentos que faciliten la financiación de las empresas a través del ahorro del público inversor. Para ello tiene que ocuparse de dos órdenes de cuestiones: por un lado, de garantizar la estabilidad de las instituciones que canalizan los ahorros hacia las empresas, lo que exige mecanismos que aseguren la solvencia financiera de esas empresas (ya sean bancos, aseguradoras o intermediarios en las operaciones de inversión); y, por otro lado, de establecer un sistema normativo que ofrezca confianza al inversor sobre el correcto funcionamiento del mercado⁽⁵⁹⁾.

(56) Advierten GIL/SEGURA (“La supervisión financiera: situación actual y temas para el debate”, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, 2007, 9, 18) que entre las razones que inclinaron a la reforma del sistema de supervisión financiera en Holanda y que dieron lugar a la creación de una “Autoridad de Supervisión Financiera” que sustituye a las entidades con competencias sectoriales en Banca, Seguros y Planes de Pensiones, o Mercados de valores (*Financial Supervision Act*, de 2007), se encontraba la intención “de resolver los problemas cada vez más frecuentes debidos a la ruptura de las fronteras entre sectores”.

(57) Los primeros antecedentes se hallan en los países escandinavos en los años 80. El Reino Unido se adhiere al modelo cuando la *Financial Services Act* crea en 1997 la *Financial Services Authority* (FSA), que luego regula la *Financial Services and Markets Act* de 1999 (el *Bank of England* conserva funciones de supervisión macroprudencial: estabilidad del conjunto del sistema financiero, más que la supervisión de cada entidad —microprudencial—, que corresponde a la FSA); en Alemania la *Finanzdienstleistungs-gesetz* crea en 2002 la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) (HALF-PAP, *Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA*, Frankfurt del Main, 2008, 52 y ss., y 14 y ss.; FERNÁNDEZ ARMESTO, “La supervisión de valores en Europa”, en Olcese/Martín (dir.), *Estudio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, Madrid, 2004, y en www.jfarmesto.com).

(58) GIL/SEGURA, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, 2007, 19, con referencia al modelo de *twin peaks* seguido en Holanda. También en los EE.UU. surgen propuestas de reorganización del sistema de supervisión construida sobre la *SEC* y la *Federal Reserve*, y de su sustitución por dos organismos que separen sus funciones en consideración a los objetivos (regulación prudencial de las instituciones y control de las conductas de los operadores) de la regulación financiera (COFFEE/SALE, “Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?”, *Working Paper* núm. 342, noviembre de 2008, <http://www.law.columbia.edu/lawec>, 19); también en Italia (p. ej. CARRIERO, *DBMF* 1/2008, 436).

(59) Entre los argumentos a favor de una estructura única GIL/SEGURA (est. cit., 15) destacan que es “más compatible con la necesaria neutralidad del supervisor y contribuiría a reducir el arbitraje regulatorio que puede manifestarse en la existencia de operaciones similares, desarrolladas por diferentes entidades, ofreciendo productos semejantes, sometidos a diferentes reguladores, o una institución supervisada por diferentes autoridades. En todas estas circunstancias se corre el riesgo de que la actividad pueda ser desviada hacia las áreas del sistema con supervisión más tolerante. La reducción de solapamientos entre supervisores y, en su caso, la existencia de lagunas son también elementos que se deben tener en cuenta”.

La crisis de los mercados financieros producida a finales de 2008 ha hecho llegar al ámbito europeo algunas propuestas que supondrían un cambio radical del modelo hasta ahora conocido. En correspondencia con la distinción de tres sectores que regulan los mercados financieros (entidades de crédito, mercados de valores y seguros) se crearon organismos cuyo fin era impulsar en los estados miembros la armonización y coordinación de la supervisión por parte de las autoridades propias de cada uno de ellos. Pero ni su organización ni sus funciones resultaron eficaces en un entorno cada vez más integrado⁽⁶⁰⁾. En el ámbito de los mercados de valores este organismo es el *Committee of European Securities Regulators* (CESR), que reúne a representantes de las autoridades de control de cada Estado miembro. Sin embargo, el proceso de toma de decisiones que sigue no es el adecuado para configurarlo como una instancia eficaz de control y supervisión. La mayor parte de las competencias permanecen en las autoridades estatales, mientras el papel de las autoridades europeas se limita a la elaboración de recomendaciones no vinculantes, directrices, etc. No es este el caso, sin embargo, del *Banco Central Europeo* (BCE), que reúne todos los poderes en materia de política monetaria, aunque no disponga de mecanismos de control sobre la solvencia de las entidades de crédito o sobre sus actividades.

Por otro lado, en respuesta a las lagunas del modelo actual, se extienden propuestas que, de materializarse, representarían una reforma radical de la estructura de supervisión de los mercados hasta ahora conocida. El punto de partida es la distinción entre la supervisión prudencial, que busca garantizar la solvencia de las entidades que actúan en los mercados financieros, y el control sobre prácticas y conductas, que atiende a la protección de clientes e inversores. Así, en septiembre de 2009 se presentó una Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo creando una *Junta Europea de Riesgo Sistémico* (JERS)⁽⁶¹⁾, que asumiría la supervisión macroprudencial del conjunto del sistema financiero en Europa, que se habría de realizar mediante la activación de un sistema de alertas de situaciones peligrosas. Pero en el ámbito de conductas y control de empresas se desechó la unificación y se propuso convertir los comités de coordinación de los supervisores europeos en tres organismos: “*Autoridad Bancaria Europea*”, “*Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación*” y “*Autoridad Europea de Valores y Mercados*”⁽⁶²⁾. Aunque estas se configuran, aún, como instancias de colaboración, coordinación y resolución de conflictos entre las autoridades nacionales, se pretende reforzar sus poderes de supervisión microprudencial en aras de una mejora del funcionamiento del mercado interior, la protección de depositantes, inversores y tomadores de seguros, la integridad, eficiencia y correcto funcionamiento de los mercados y el mantenimiento de la estabilidad del sistema.

También en España se han conocido propuestas de reforma que van en la línea de agrupar la supervisión de los mercados financieros en dos organismos en función de los fines de la regulación. En efecto, los últimos años la prensa vino informando de la

⁽⁶⁰⁾ Vid. GIL/SEGURA, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, 2007, 29.

⁽⁶¹⁾ Vid. al respecto el Dictamen del Banco Central Europeo (DOCE 11-11-2009).

⁽⁶²⁾ COM(2009) 501 final, COM(2009) 502 final y COM(2009) 503 final.

existencia de proyectos del gobierno dirigidos a una reordenación y unificación de los tres organismos supervisores que conviven en España (BdE, CNMV y DGSPP). Con ello se pretendía que las funciones de supervisión prudencial financiera se localizaran en el BdE, mientras que las de control de conductas se atribuirían a una nueva entidad unificada (Autoridad del Mercado Financiero). Por tanto, la delimitación de las competencias de ambos organismos no dependerían del producto o servicio ofrecido por las empresas supervisadas o del sector en el que actúan, sino de los objetivos de la intervención regulatoria (estabilidad prudencial o protección de los clientes).

Hay ventajas claras en el nuevo modelo. La unificación de la supervisión financiera probablemente habría evitado los problemas de atribución de competencias (en este caso el del rechazo a asumir esa competencia) en la que se enzarzaron las diversas autoridades supervisoras españolas con ocasión del escándalo causado por la comercialización de algunos productos o instrumentos financieros que causaron importantes pérdidas en una masa importante de pequeños inversores ⁽⁶³⁾.

Lo cierto es que la crisis financiera mundial parece haber aconsejado una actitud de cautela ante una reforma de tanto calado para el sistema financiero, y de prudente espera a momentos de menor turbulencia. En efecto, sin dejar de apuntar cierta consolidación en esa tendencia, no puede desconocerse que no se trata de posiciones absolutamente definidas. De hecho, algunos países que se inclinaron por este tipo de cambios tienden hoy a replantearse su procedencia ⁽⁶⁴⁾. Por otro lado, en alguno de los sectores afectados (paradigmático es el caso del seguro) existen recelos hacia una unificación de la supervisión a través de lo que materialmente acabaría siendo una “absorción” por el organismo que tradicionalmente ha sido el más fuerte (señaladamente el Banco nacional), y al riesgo de que éste no atendiese suficientemente las peculiaridades de los demás sectores. Tampoco puede desconocerse que los riesgos sistémicos que justifican los objetivos de regulación macroeconómica en aras de garantizar la solvencia de las instituciones financieras poseen caracteres muy diferentes en las instituciones de crédito, en las entidades de seguro y en las empresas de servicios de inversión. Buena prueba de ello son las diferencias en el régimen preventivo y paraconcursal que proce-

⁽⁶³⁾ Constituyen un excelente ejemplo de este planteamiento las declaraciones Manuel Conthe (*Expansión*, 26 de septiembre de 2008, 32; y en su weblog el artículo “Reflexiones sobre Fórum y Afinsa”, <http://app2.expansion.com/blogs/web/conthe.html>), donde muestra una obsesiva preocupación por alejar de su “negociado” o “ventanilla” algunos supuestos de inversiones (los casos de las “inversiones en sellos” de Afinsa y Fórum Filatélico), que condujeron a pérdidas importantísimas para los inversores, sin que estos fueran amparados por ninguna normativa o institución pública de supervisión de los mercados y de control de las inversiones. En su caso, el “distanciamiento” hacia el problema del que fuera presidente de la CNMV venía acompañado de un reproche al Banco de España por la falta de una eficaz supervisión.

⁽⁶⁴⁾ El nuevo gobierno alemán que sale de las urnas tras las elecciones de septiembre de 2009 se ha propuesto una vuelta al modelo clásico, al achacarse a la *BaFin* una actitud escasamente vigilante y una eficacia menor en los controles que los que desarrollaba el *Deutsches Bundesbank* (*BB*, 15-10-2009).

den para cada uno de esos tipos de entidades⁽⁶⁵⁾. En fin, la misma posibilidad de diferenciar estos ámbitos en consideración a los fines de la regulación posee contornos poco preciosos. De hecho, la protección de los clientes a través de reglas de conducta y la normativa prudencial sobre solvencia financiera tienen a menudo efectos recíprocos.

VII. TRANSPARENCIA IMPERATIVA O TIPIFICACIÓN DE LAS FORMAS DE EMISIÓN DE INSTRUMENTOS Y PRODUCTOS FINANCIEROS

La filosofía de la *disclosure*, sobre la que se construye y apoya el entramado de normas que configura el Derecho del mercado de valores desde los años 30, presupone que a partir de una información suficiente los inversores pueden tomar decisiones racionales. Esto no sólo valdría para los inversores profesionales, sino también para los menos “sofisticados”, que se beneficiarían del cribado y análisis de los datos que realizan los analistas financieros, las agencias de *rating* y la prensa económica. Los *gatekeepers* privados, de manera natural, permitirían resolver las lagunas formativas de los inversores ordinarios⁽⁶⁶⁾. Sin embargo, tras la crisis todos estos sectores están en el punto de mira. La proliferación de mercados *over the counter* y de sistemas alternativos de negociación (*ATS*) ha creado ámbitos exentos (o al menos aligerados) de la supervisión y el control que presiden las bolsas tradicionales⁽⁶⁷⁾. El cuestionamiento se ha extendido al papel jugado por las empresas de *rating* en la valoración de la solvencia y la rentabilidad de las emisoras y de los valores. En fin, los mismos fundamentos del sistema de *mandatory disclosure* se ven en entredicho por la falta de independencia de analistas e intermediarios financieros.

⁽⁶⁵⁾ Al respecto y, en particular, en relación con el régimen que estableció el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (RDL 9/2009, de 26 de junio), *vid.* LEÓN SANZ, “La crisis de sociedades cotizadas”, en *Estudios homenaje al prof. Aníbal Sánchez*, pendiente de publicación.

⁽⁶⁶⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Las cláusulas de ‘blindaje’ societario”, *AAMN*, 1994, 33, 36 y en *Estudios jurídicos sobre los mercados de valores*; FARRANDO MIGUEL, *Est. Menéndez I*, 1209, 1211 núm. 61: los destinatarios de la cultura de la transparencia no son los “inversionistas no sofisticados”.

⁽⁶⁷⁾ La Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID), incorporada al Derecho español con ocasión de la Ley 47/2007, importó el modelo anglosajón que abandonaba el tradicional principio de concentración de órdenes en las bolsas y liberalizaba la creación de mercados y sistemas alternativos de liquidación. Su aprobación fue resultado de un enconado conflicto entre los partidarios de admitir sistemas “internalizados” de negociación (creados por las mismas empresas de servicios de inversión) que invocaban el ahorro de costes, y los mercados tradicionales que advertían de la disminución de liquidez y transparencia, la pérdida de la función de formación objetiva de los precios, así como del riesgo de conflictos de intereses en los que podían verse inmersos los intermediarios que creaban mercados internalizados (FERRARINI/RECINE, “The MiFID and Internalisation”, en Ferrarini-Wymeersch, *Investor Protection in Europe*, Oxford, 2006, 235 y ss.; KÖNDGEN/THEISSEN, “Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection”, en Ferrarini-Wymeersch, *Investor Protection in Europe*, 271).

El modelo basado en la transparencia prevaleció a partir de un impulso político liberal y poco intrusivo, en el que se consideraba que los operadores pueden autodeterminarse con información y en el que, con ella, deberían hacerse responsables de sus decisiones. A la hora de juzgar las inversiones, se prescindía, por tanto, de dicotomías que eran más clásicas en Derecho (legal-ilegal). No obstante, hace ya tiempo, advertían algunos (contra corriente) que, frente a los nuevos instrumentos financieros, la transparencia puede no cumplir el papel que se le asignó en relación con la toma de sus decisiones por los inversores⁽⁶⁸⁾. La mera información quizá no cumpla eficientemente el papel que se le asignó en relación con la toma de las decisiones de los inversores. Cada vez encuentra mayor aceptación la idea de que la mera producción imperativa de información o, incluso, la consideración de los nuevos productos desde la perspectiva de la regularidad de la distribución en el mercado no resulta suficiente⁽⁶⁹⁾. A este escepticismo sobre la eficacia de un sistema de protección que se basa sólo en las reglas de transparencia contribuye, por un lado, la debilidad mostrada por los controles privados que desarrollan los *gatekeepers* y la ausencia de mecanismos de *enforcement* o de sanciones eficaces. Lo cierto es que estos “perros guardianes” no han sido realmente capaces de garantizar la veracidad y la complitud de la información financiera relevante⁽⁷⁰⁾. La experiencia reciente permite cuestionar que las sanciones privadas (riesgo de “pérdida reputacional”) que pudieran sufrir constituyan un incentivo suficiente para que los agentes privados ejerzan un efectivo control de que la información que se publica es la necesaria y de que sea veraz. La estructura oligopolista del mercado de agencias, la ausencia de un efectivo mercado abierto (sin barreras de entrada y salida insuperables) de ejecutivos de grandes empresas o las ganancias que pueden derivarse para los *gatekeepers* por el incumplimiento de sus obligaciones de control explican bien la escasa eficacia de aquel tipo de sanciones.

(68) Conviene reproducir la nota introductoria que SÁNCHEZ ANDRÉS incluyó en su trabajo “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *RDBB* núm. 99, 2005, 7 (la nota no se recoge en la reproducción de las publicaciones sobre mercado de valores del profesor Sánchez Andrés —*Estudios Jurídicos sobre el Mercado de valores*—, que es la edición que hemos seguido y citado en este trabajo), donde declaraba su preocupación por la reforma del mercado primario en 2005: “Soy consciente de que, si desde el exterior nos llegan como ‘productos’ vendibles a cualquier inversor algunos que no deberían ser de libre comercio, sólo las normas de conducta aplicables a las empresas que se ocupan de su colocación (que siguen teniendo alcance y contenido ‘nacional’) permitirían evitar mayores abusos. No estoy seguro, sin embargo, si empezando la reforma de la reforma por el folleto y en el sector propio de los instrumentos financieros esa posibilidad de llegar a encontrar un puerto de refugio protector en la deontología aplicable a los intermediarios financieros será siquiera remedio bastante”.

(69) RORDORF, “Importanza e limite dell’informazione nei mercati finanziari”, *Giur. comm.*, 2003, 773 y ss.; CARRIERO, *DBMF*, 1/2008, 431; CAPRIGLIONE, *BBTC*, 2008, 26 y s.; ROJO, “La protección de los inversores”, en Campobasso (ed.), *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Milán, 2005, 34 y s.

(70) PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell’investitore*, 17.

Los intereses generales que satisfacen estos sujetos justifican de sobra una ordenación y vigilancia pública de su actividad, algo de lo que las autoridades europeas están empezando a ser conscientes, al menos respecto de las agencias de *rating* ⁽⁷¹⁾.

La insuficiencia de la política de transparencia también es resultado de que los costes de análisis sobre el contenido o los riesgos de algunos de los productos financieros creados en la última década (y que tan graves y perniciosas consecuencias han tenido) resultaban tan elevados que ni siquiera los profesionales más avezados serían capaces de asumir el esfuerzo. En efecto, una de las principales causas de la crisis financiera desencadenada después del verano de 2008 se vino identificando en la comercialización de productos (derivados, *swaps*, fondos garantizados, depósitos estructurados) con un contenido complejo y de comprensión extraordinariamente difícil para cualquier inversor. Esto impedía formular —incluso a los más especializados— cualquier tipo de juicio fundado sobre ellos. Si para poder entender y valorar el contenido jurídico y económico financiero de un producto con el que se pretende captar los ahorros de los inversores son necesarios conocimientos muy especializados, en el caso de los modernos instrumentos financieros se ha llegado a decir que resultaba prácticamente inalcanzable.

La debilidad del modelo de *full disclosure* explica la aparición de nuevos esquemas tuitivos alternativos o, más a menudo, complementarios. Por un lado, trasluce cierta convicción de que a la transparencia, como instrumento de autotutela de los inversores, se le deben añadir reglas especiales de conducta presididas, al menos, por el deber de los intermediarios financieros de “conocer al cliente” para asesorarle y recomendarle en función de su capacidad de asumir riesgos ⁽⁷²⁾. La incorporación en la Ley 47/2007 de un modelo liberalizado que permite a las Empresas de Servicios de Inversión crear nuevos mercados (mediante la internalización de órdenes y los sistemas alternativos de comercialización) ha venido acompañada de nuevas obligaciones.

(71) Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, que prevé controlar las actividades de calificación de institutos de crédito, empresas de servicios de inversión, aseguradoras de vida, de no vida y reaseguradoras, organismos de inversión colectiva y fondos de inversión. Estas agencias no deben realizar actividades de asesoramiento ni evaluación si no cuentan con informaciones fundadas; deben publicar los modelos, métodos y suposiciones con los que trabajan, así como un informe anual de transparencia. Igualmente deben contar con al menos dos miembros independientes en su órgano de administración; deben garantizar la buena gobernanza y la emisión de calificaciones independientes, objetivas y de calidad adecuada; deben someterse a un mecanismo de rotación que les impida mantener relaciones prolongadas con las empresas que califican; no pueden ser destituidas salvo en caso de comportamiento profesional irregular. Como hace tiempo se sabe, el problema es que las tres agencias de *rating* relevantes son estadounidenses, lo que planteaba problemas de aplicación extraterritorial de las reglas (TAPIA HERMIDA, “La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales”, *RDBB*, 2005, 9; ROJO, “La protección del inversor”, 50). El Reglamento parte de un sistema de registro de las Agencias en la Comunidad Europea y de equivalencia de condiciones que permite exonerar del sometimiento de sus obligaciones a las agencias de otros países cuyo marco jurídico y de supervisión sea equivalente al del Reglamento. La cuestión es si la *Credit Rating Agency Reform Act* americana de 2006 cumple esos parámetros de equivalencia.

(72) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 704.

En particular, las Empresas de Servicios de Inversión deben determinar las características de sus clientes y clasificarlos como profesionales o minoristas. La necesidad de hacer perceptibles los riesgos especialmente graves de determinados productos o servicios demanda una regulación rigurosa sobre algunos mercados⁽⁷³⁾ o, al menos, que estos productos (y sus consiguientes riesgos) no sean trasladados a sujetos que no sean inversores especializados (*sophisticated*). Sin embargo, este tipo de normas de conducta no son de cumplimiento fácil cuando quien diseñó el “producto” de inversión (y por tanto el primer interesado en su colocación) es, precisamente, quien está obligado a tener en cuenta el perfil de riesgo del cliente⁽⁷⁴⁾.

Otras alternativas a la protección mediante deberes de transparencia son las que operan, en el ámbito resarcitorio, a través de las previsiones sobre Fondos de Garantías de Inversiones, cuya justificación, en todo caso, ha sido fundadamente cuestionada⁽⁷⁵⁾.

En fin, y ello constituye el tema de mayor interés, la prevención de los riesgos anudados a los nuevos productos estructurados pasa por una reconsideración del principio de libertad de emisión y un replanteamiento del eterno debate entre tipicidad o libre creación de productos al amparo de la autonomía privada. Esta última postura, la más clásica, se defiende al amparo de las ventajas de la “innovación”, calificación que incorpora por sí misma elementos positivos. Pero no puede dejar de advertirse la situación paradójica de un mundo en el que para todo tipo de productos y servicios (transportes, vehículos de motor, medicinas, alimentos, juguetes, electrodomésticos, muebles) se constata una preocupación intensísima por la seguridad, lo que conduce a controles *a priori* severísimos, mientras proliferan “productos” financieros desprovistos de cualquier control, a pesar de que se han llegado a mostrar como auténticas “armas de destrucción masiva”⁽⁷⁶⁾. Con este replanteamiento del debate no se trataría

(73) *El País Negocios*, 21 de septiembre 2008, 8 donde se recuerda que la ausencia de supervisión sobre los *credits defaults swaps* está en el origen de la crisis de AIG. Se hallan huellas de prácticas irregulares de colocación de estos productos entre inversores minoristas, quienes no fueron capaces de comprender (al parecer ni tan siquiera los “colocadores” entendían su complejidad) el contenido de lo que adquirirían ni las posibilidades de su cancelación (*El País*, 27 de noviembre de 2009).

(74) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 704 y s.

(75) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Los fondos de garantía de inversiones”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 1019 y s., sobre la diferente justificación de estos fondos respecto de los fondos de garantías de depósitos en entidades de crédito, y 1029 y s., para el significado y difícil adecuación del sistema de fondos de garantía de inversores en relación con el modelo normativo de *full disclosure*.

(76) Como los calificó W. Buffet en 2002 (referencia en VISENTINI, “Le nuove frontiere del diritto commerciale nella crisi economica”, *Dir.Fall.*, 2009, vol. 84, 593, 603; NIGRO, “Crisi finanziaria, banche, derivati”, *DBMF*, 1/2009, 18; id., *DBMF*, 1/2008, 11; CARRIERO, *DBMF*, 1/2008, 434). Y no es meramente una metáfora. Los principales acreedores de General Motors tenían CDS (*credit default swaps*) y prefirieron votar a favor de la quiebra y liquidación de la sociedad, en lugar de su reestructuración, porque sus créditos estaban asegurados (“*it is like buying life insurance on someone else’s life and owing a licence to kill him. CDS are instruments of deconstruction that ought to be outlawed*”, SOROS, “My Three Steps to Financial Reform”, en *Financial Times*, 17-6-2009, 9, cit. en ROSSI, *Riv. Soc.*, 2009, 932, quien defiende, 940, su tipificación legal y el control en la emisión y negociación; MÜLLER-GRAFF, “Finanzmarktkrise: Aufwind für den ‘Regulierungsstaat’”, *EWS*, 6/2009, 201, 210).

ya de atribuir a las autoridades supervisoras funciones de vigilancia previa sobre el contenido de todos los productos o contratos que se utilizan con fines de inversión. Si las agencias de *rating* fueron incapaces de establecer controles eficaces sobre los riesgos a ellos anudados, no cabe imaginar que los pueda realizar un organismo público vinculado por el deber de mantener una actitud de neutralidad respecto de los productos que se ofrecen en el mercado. Pero quizá deba plantearse la posibilidad de una determinación típica de las técnicas de captación de inversiones, como medida preventiva que evitaría incertidumbre. Los riesgos anudados a la innovación financiera sólo pueden asegurarse eficazmente cuando los instrumentos admitidos para captar inversiones son los que se han contrastado y que por ello son reconocidas legalmente con un contenido también más o menos típico.

Puede ser que alguien considere ésta una propuesta extravagante que choca con la evolución seguida por el Derecho del mercado de valores en las últimas dos décadas. Pero nadie debería dudar de que *“los tiempos están cambiando”* desde hace dos años.

EL PRINCIPIO DE HOMOGENEIDAD OPERATIVA DEL MERCADO DE VALORES Y LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA

*Profesora contratada doctor
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad de Granada*

RESUMEN

Cuando las entidades de crédito prestan servicios de inversión, además de quedar vinculadas a la normativa prevista desde el mercado crédito, por razón del sujeto que realiza la operación, quedan sometidas al cumplimiento de la normativa del mercado de valores, por razón de la actividad efectuada. Así pues, se produce una convergencia que hace necesario el análisis y comparación de la normativa aplicable a ambos sectores, a efecto de saber hasta qué punto esta situación puede ocasionar o no modificaciones en el estatuto jurídico de la empresa bancaria.

Palabras clave: Entidades de crédito, mercado de valores, servicios de inversión.

ABSTRACT

When banks pay their services of investment, besides being linked to the planned regulations from the activity bank they remain submitted to the fulfilment of the regulations of the stock market, because of the activity performed out. Therefore, an agreement is produced that makes necessary the analysis and comparison of the regulations applicable to both sectors, to know to what extent this situation may cause or not modifications in the legal statute of the bank.

Key words: Bank, stock market, financial services.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LAS NORMAS DE RELACIÓN CON LA CLIENTELA.
- III. LAS NORMAS DE CONDUCTA.
- IV. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN.
- V. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

Ante las interrelaciones surgidas entre el mercado de valores y el bancario al compartir el mismo sujeto, y como manifestación de la caída de las fronteras que separaban en compartimentos estancos a los subsistemas del mercado financie-

ro⁽¹⁾, el principio de homogeneidad operativa previsto en el art. 65.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (en adelante LMV), y en el art. 1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, como fórmula por la que todos los intermediarios operantes en el mercado de valores quedan sometidos a unas normas de actuación comunes⁽²⁾, vinculó a las entidades de crédito a la LMV, y a sus normas de desarrollo en cuanto a la realización de los servicios y actividades previstos en el art. 63 de la LMV⁽³⁾.

(1) En este sentido *vid.* VERDERA Y TUELLS, E., “Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el sistema financiero español”, en AA.VV. (G. RESTUCCIA) *L’attività parabancaria*, Ed. Giuffrè, Milán, 1987, p. 180; VALENZUELA GARACH, F., *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, Ed. Civitas, Madrid, 1993, p. 130; *id.*, “Actividad bancaria y actividad aseguradora; algunos aspectos de integración y competencia”, *RDBB*, núm. 40, 1990, p. 862; BONET SÁNCHEZ, J., “El contrato bancario”, en AA.VV. (Dir. NIETO CAROL, U.), *Contratos bancarios & parabancarios*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1998, p. 87; CENDERELLI, E., *Mutamenti dell’attività bancaria (aspetti strutturali ed operativi)*, Ed. Egea, Milán, 1993, p. 40.

(2) Seguimos de esta forma a la definición que sobre tal principio establece TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Ed. Bosch, Barcelona, 2000, p. 86.

(3) En base al art. 65.1 de la LMV (modificado por el art. único.33 de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre) se establece que las entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión, podrán realizar habitualmente, y siempre que su régimen jurídico, estatutos y su autorización específica les habilite para ello, todos los servicios y actividades previstos en su art. 63, y de tal forma pues:

- a) La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
- b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes.
- c) La negociación por cuenta propia.
- d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.
- e) La colocación de instrumentos financieros, se base o no en un compromiso firme.
- f) El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros.
- g) El asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.
- h) La gestión de sistemas multilaterales de negociación.
- i) La custodia y administración por cuenta de clientes de los instrumentos previstos en el art. 2 de la LMV.
- j) La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el art. 2 de la LMV, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.
- k) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- l) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros.
- m) La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.
- o) Los servicios de cambio de divisas, cuando estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
- p) Los servicios de inversión, así como los servicios auxiliares que se refieran al subyacente no financiero de los instrumentos financieros derivados contemplados en los apartados 3, 4, 5 y 8 del art. 2 LMV, cuando se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o a los servicios auxiliares.

Esta situación motiva así la duda sobre hasta qué punto la aplicación de tal principio podría generar una alteración en el estatuto jurídico de la empresa bancaria en cuanto sujeto de aquella actividad, y todo ello porque si bien el derecho del mercado de valores se configura como una realidad cada vez más cercana al mundo del crédito, dado que la regulación jurídica del sector, constituida en torno a una ordenación sistemática de carácter unitario de normas de contenido jurídico heterónomas, sigue de cerca la huella del derecho bancario⁽⁴⁾, detenta además disposiciones que, procedentes de las peculiaridades de aquel ámbito económico, pueden derivar de sus interferencias con las bancarias divergencias, y ello no ya sólo ante la aplicación de la normativa resultante por razón del acto a los contratos realizados en el mercado de valores, sino también por los derechos y obligaciones exigibles a los intermediarios financieros, puesto que en el derecho del mercado de valores, a diferencia del derecho bancario⁽⁵⁾, no se produce la separación sistemática entre las normas reguladoras del sujeto y las del derecho de los contratos.

Es por todo ello por lo que, atendiendo al estudio de las normas de actuación, esto es, a la categoría general de normas jurídicas heterogéneas que, contempladas en la LMV, y desarrolladas en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, así como en otras disposiciones de rango inferior, con la finalidad de proteger al inversor, pretenden dirigir el comportamiento de los intermediarios en el mercado de valores afectando a diversos campos de su actividad en el marco de los contratos de comisión que les vincula con sus clientes, bien sean emisores, oferentes o inversores⁽⁶⁾, y que, divididas en dos subconjuntos diferenciados, de igual modo que acontece en el sistema estadounidense, británico, portugués y francés, es decir, en las normas de relación con la clientela y las normas de conducta, se podrá proceder a determinar si el citado principio de homogeneidad operativa del que deriva la aplicación de tales criterios comunes es susceptible de generar o no desavenencias con respecto a la normativa propia de las entidades de crédito.

(4) Pronunciándose con mayor profusión sobre esta cuestión *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La ordenación de las empresas de servicios de inversión conforme a la disciplina jurídica bancaria”, *RDBB*, núm. 103, 2006, pp. 1 a 60.

(5) En efecto, tal y como exponen VALENZUELA GARACH, F., “La contratación de las entidades bancarias: nociones preliminares”, en AA.VV. (Dir. JIMÉNEZ SANCHEZ, G.), *Derecho mercantil*, Ed. Ariel, Barcelona, 1995, p. 415, y RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El derecho bancario: sus fuentes”, en AA.VV. (Dir. NIETO CAROL, U.), *Contratos bancarios & parabancarios...*, *op. cit.*, p. 59, en el derecho bancario sí que se acusa la separación sistemática existente entre la legislación bancaria en sentido estricto, esto es la institución bancaria, y el derecho de los contratos bancarios, es decir, el conjunto de normas jurídicas referentes a la actividad de las entidades de crédito bancarias.

(6) Para la citada noción sobre las normas de actuación seguimos de este modo la definición efectuada por TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores: la Orden de 25 de octubre de 1995”, *RDBB*, núm. 60, 1995, p. 1161; *id.*: “Las normas de actuación en el mercado de valores (primeras reflexiones sobre el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo)”, *RDBB*, núm. 50, 1993, pp. 317, 318, y 326 y 328; *id.*: *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 267 y 268; *id.*: “Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores”, en AA.VV. (Dir. NIETO CAROL, U.), *Contratos bancarios...*, *op. cit.*, p. 1018.

II. LAS NORMAS DE RELACIÓN CON LA CLIENTELA

En el derecho del mercado de valores existen un conjunto de normas que, diseminadas a lo largo de la LMV, en sus Títulos IV y VII, en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero⁽⁷⁾, en la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995⁽⁸⁾, así como en las Circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) 3/1993, de 29 de diciembre, sobre registros de operaciones y archivo de justificantes de órdenes⁽⁹⁾, y 1/1996, de 27 de marzo, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del mercado de valores⁽¹⁰⁾, contienen mandatos que, determinando la conducta de los intermediarios en las sucesivas fases del desarrollo de las relaciones contractuales con sus clientes, ya sean emisores, oferentes o inversores, establecen unas normas de organización que, como contrapeso del proceso de liberalización del sistema financiero, permiten configurar desde el principio de transparencia informativa un mecanismo de protección⁽¹¹⁾ por el que se pueda

(7) El presente Real Decreto vino a derogar al Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, por el que se regulaban hasta entonces en su capítulo III las normas de actuación en el mercado de valores, a efectos de querer refundir en su texto tanto el citado Real Decreto como el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

(8) La presente Orden Ministerial resultó modificada por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, al derogar sus secciones 3.^a y 5.^a.

(9) La presente circular ha resultado modificada por las Circulares de la CNMV 7/1998, de 16 de diciembre, y 1/1995, de 14 de junio.

(10) La presente circular ha resultado modificada por la Circular de la CNMV de 30 de mayo de 2000.

(11) Si bien este principio de información es entendido de forma común por la doctrina como el instrumento esencial para la protección del inversor (en este sentido *vid.* GIRÓN TENA, J., “Sociedades y bolsa”, en AA.VV., *Coloquio de derecho bursátil*, Ed. Instituto de estudios bancarios y bursátiles, Facultad de ciencias políticas, económicas y comerciales, Bilbao, 1970, p. 89; BERCOVITZ RODRÍGUEZ CANO, A., “La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios”, en BERCOVITZ RODRÍGUEZ CANO A. y R., *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Ed. Tecnos, Madrid, 1987, p. 308; FARRANDO MIGUEL, I., “El concepto de valor negociable y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”, en AA.VV. (Coord. IGLESIAS PRADA, J.L.), *Estudios jurídicos en homenaje al P. Aurelio Menéndez*, Ed. Civitas, Madrid, 1996, T. 1, pp. 1206 a 1208; FUENTES LÓPEZ, M., *La comisión nacional del mercado de valores*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1994, p. 179; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “La difusión de información por las sociedades bancarias cotizadas”, *RDBB*, núm. 58, 1995, p. 305) tradicionalmente había centrado su aplicación sobre las normativas reguladoras del mercado secundario, a diferencia del mercado norteamericano, que se centraba en el primario hasta que con la Directiva de 17 de abril de 1989, tal y como indican TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “La adaptación del derecho español del mercado de valores al derecho comunitario”, *RDBB*, núm. 44, 1991, p. 984; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios. Aspectos teóricos y prácticos”, *RDBB*, núm. 55, 1994, p. 640, y RECALDE CASTELLS, A., “Los valores negociables ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?”, *RDBB*, núm. 74, 1999, p. 101, la política de transparencia informativa comunitaria se retrotrajo desde el mercado secundario de valores hacia el mercado

adquirir preventivamente información sobre la naturaleza y los riesgos de la operación pretendida que ayude a mitigar la fuerte asimetría informativa que caracteriza al mercado y que tutele el equilibrio de las posiciones negociales, se consiga prestar un consentimiento no viciado y se logre constituir a los clientes en beneficiarios del juego de la libre competencia, al poder efectuar una elección eficiente de los productos y servicios que se adecuen a sus necesidades. De esta forma, se trata de obtener el buen funcionamiento y eficiencia del mercado, dado que al depender tal consecución en gran medida de la confianza que se inspire a los inversores, su protección se constituye en el fin último de la ordenación de los mercados de valores, y ello puesto que, aunque se plantee como objetivo fundamental el proteger la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionen en el tráfico de éste, contar con un mercado que asigne eficientemente los recursos, asegurar la competitividad de las entidades que en él operan, y proporcionar estabilidad al sistema no pueden conseguirse a expensas de los inversores⁽¹²⁾.

En el derecho bancario, y en base al art. 48 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito (en adelante LDIEC)⁽¹³⁾, y a su

primario, de igual modo que lo efectuó nuestra LMV, junto con el derogado Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta, y el Real Decreto de 4 de noviembre de 2005. Pero además, y derivado del influjo estadounidense, se ha venido originando, tal y como advierte VALENZUELA GARACH, F., *La información...*, *op. cit.*, p. 69, 189 y 196, un desplazamiento desde la información privada individual del accionista adoptada por el modelo societario hacia el modelo de información pluralizador procedente de un mercado de valores donde la tutela jurídica establecida a favor del inversor difiere de una forma cuantitativa con respecto a la que se otorga al accionista en el derecho societario. En este último sentido *vid.* ROSSI, G., “I mercati dell’investimento fra diritto ed economia”, *Revista delle Società*, núm. 2, 1991, p. 963 a 965; *id.*: “I mercati dell’investimento fra diritto ed economia”, en AA.VV., *Informazione e pubblicità nell’offerta ad pubblico di valori mobiliari*, Ed. Giuffrè, Milán, 1991, p. 140.

(12) De este modo se manifiesta, tal y como indican TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela...”, *op. cit.*, p. 564; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección...”, *op. cit.*, p. 637 y el Informe que la CNMV, el 29 de junio de 1999, elevó a la Comisión de Economía, Comercio, y Hacienda del Congreso de los Diputados, la importancia que ostenta el principio de protección del inversor contemplado en el art. 13 de la LMV, si bien hay que advertir, en la misma línea que lo previene FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”, *RDBB*, núm. 76, 1999, pp. 70 y 71, que esta categoría no puede constituirse en un medio para fundamentar una constante marea de cualquier actuación administrativa o iniciativas legislativas de todo orden que no guardan relación alguna con claridad con estos fundamentos teóricos y conceptuales.

(13) Si bien con el dilatado elenco de posibilidades regulatorias que permitió el art. 48 de la Ley 26/1988, de 29 de julio (modificado por el art. 1 de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, así como por el art. 20.2 de la Ley 44/2007, de 22 de noviembre), se vino a reforzar la amplitud y el alcance de las normas disciplinarias exigidas a las entidades de crédito, muchas de estas conductas, tal y como indicó ILLESCAS, R., “Los contratos bancarios: reglas de información, documentación y ejecución”, *RDBB*, núm. 34, 1989 p. 265, venían siendo exigidas con anterioridad a la vigencia de la citada LDIEC, dado que fueron la Orden Ministerial de 17 de enero de 1981 y la Circular de 14 de febrero de 1981 que la desarrolló (sobre las citadas disposiciones *vid.* DE LA CUESTA RUTE, J.M.³, “Publicidad de tipos y

normativa de desarrollo prevista en la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989⁽¹⁴⁾ y la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990⁽¹⁵⁾, se establecen un conjunto de normas que pretenden la ordenación y disciplina efectiva de las entidades de crédito como mecanismo de protección de la clientela bancaria, por lo que cuando la entidad efectúe servicios de inversión o actividades complementarias a favor de una clientela que seguirá denominándose bancaria⁽¹⁶⁾ hace que sea de relevancia el estudio de las consecuencias generadas por la convergencia de ambos sectores sobre la actividad bancaria en el mercado de valores. Esto se debe a que, si bien esta vinculación, *a priori*, podría pensarse que no generaría divergencias al estar en los dos ámbitos la protección del cliente basada en una ordenación de tipo informativo y en consecuencia ser los mecanismos tuitivos semejantes⁽¹⁷⁾, existen una serie de dife-

tarifas”, *RDBB*, núm. 2, 1981, pp. 386 a 389; MARTÍNEZ DE SALAZAR Y BASCUÑANA, L., “El derecho a la información de la clientela de las entidades de crédito. Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989 y Circular 8/1990, del Banco de España”, *RDBB*, núm. 51, 1993, pp. 765 y 766) las que iniciaron el camino legal para lograr una transparencia en la contratación bancaria al establecer por primera vez para las entidades las obligaciones de publicar sus tarifas y las condiciones del contrato, así como de atenerse a ellas. Además este camino resultó desarrollado y perfeccionado por una Orden Ministerial de 3 de marzo de 1987 (efectuando un estudio sobre la citada orden *vid.* SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., “La nueva regulación bancaria en materia de condiciones del crédito y defensa del cliente en el derecho español”, *RDBB*, núm. 27, 1987, pp. 505 a 509), en la que se acrecentaron las obligaciones de transparencia informativa para las entidades de depósito dado que, tal y como advierte GIMÉNEZ VILLANUEVA, T., “Normas de transparencia en la contratación bancaria”, en AA.VV. (Dir. NIETO CAROL, U.) *Crédito al consumo y transparencia bancaria*, Ed. Civitas, Madrid, 1998, p. 673, al estar ya vigente la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios 26/1984, de 19 de julio (hoy derogada por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre), el deber de información a la clientela bancaria venía a recoger lo dispuesto en el art. 13.d) de esta Ley.

⁽¹⁴⁾ La citada disposición ha resultado modificada por el Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero.

⁽¹⁵⁾ La citada Circular 8/1990, de 7 de septiembre, norma básica sectorial de transparencia de los contratos bancarios, que vino a derogar a la Circular 15/1988, de 5 de diciembre, ha resultado modificada en varias ocasiones para adaptarla a la directiva comunitaria en materia de crédito al consumo y para regular con mayor profusión la información sobre los tipos de interés variable por la Circular 22/1992, de 18 de diciembre, y la Circular 13/1993, de 23 de diciembre, para adecuarla a la Ley de 30 de marzo de 1994, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios y a la Orden Ministerial de 5 de mayo de 1994 sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, por la Circular 5/1994, de 22 de julio, y para conformarla con la Ley de 23 de marzo de 1995, de crédito al consumo, por la Circular 3/1996, de 27 de febrero. Además, también ha sido reformada por las Circulares 4/1998, de 27 de enero, 3/1999, de 24 de marzo, 1/2000, de 28 de enero, 3/2001, de 24 de septiembre, 4/2002, de 25 de junio, así como por el Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero.

⁽¹⁶⁾ En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela...”, *op. cit.*, p. 1162.

⁽¹⁷⁾ En efecto, este valor de la transparencia informativa, esencial en toda su operativa en las relaciones de ordenación de las entidades bancarias, tal y como considera FERNÁNDEZ, T.R., “Comentario al art. 48”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito*, Ed. Fundación fondo para la investigación económica y social, Madrid, 1989, pp. 152 y 153, y cuyos destinatarios no son ya sólo los clientes actuales, sino cualquier persona que potencialmente

rencias que no permiten establecer una asimilación absoluta entre las finalidades que persiguen el régimen de control bancario y el de los mercados de valores dada la distinción de sus objetos principales, esto es, los valores e instrumentos financieros para éste y el dinero y el crédito para aquél, los distintos contratos subyacentes que ponen en contacto a los clientes con los respectivos intermediarios en cada tipo de mercado financiero, al centrarse por regla general los del mercado de valores en los contratos de comisión mercantil, y los del sector crediticio en operaciones pasivas de depósito o activas de préstamo⁽¹⁸⁾, y ante la diferenciación existente entre los riesgos asumidos por el inversor y el depositario, y ello puesto que, si bien a éste se le protege con el fin de eliminar el riesgo en su derecho de crédito, a aquél se le tutela para que, con conocimiento de causa, acepte de antemano un riesgo inherente a la inversión o desinversión que realiza⁽¹⁹⁾. Así pues:

1.º En relación con las normas precontractuales, esto es, con la serie de obligaciones informativas que ostenta el intermediario hacia el conjunto de clientes potenciales dirigidas a procurar un conocimiento general sobre las condiciones que ofrecen sus servicios en aras de posibilitar su comparación efectiva⁽²⁰⁾, cuando las entidades de crédito quedan sometidas a ellas desde la normativa organizativa del mercado de valores; si bien con respecto a la aplicación de algunas de estas disposiciones no experimentan una modificación conforme a lo establecido en la ordenación y disciplina del ámbito bancario al ser análoga su regulación, en algunos otros aspectos sí que se permiten apreciar cambios.

Esta circunstancia modificadora del régimen de las entidades de crédito queda puesta de manifiesto dado que, si bien desde el sector bancario se contempla un sistema de control administrativo sobre la publicidad que realicen las entidades de crédito de sus operaciones en las que se haga referencia a su coste o rendimiento para el público a efectos de comprobar que se ajustan a las normas aplicables sobre cálculo

pueda entablar relaciones contractuales con aquellas, permite percibir así la analogía existente con respecto a unas normas de relación con la clientela que, detentadas por los intermediarios operantes en el mercado de valores, ocasionaban efectos afines a los contemplados en el sector crediticio, tal y como advirtió TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección...”, *op. cit.*, p. 1162; id.: *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, p. 283, haciéndose así difícil, en palabras de GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “La difusión de información...”, *op. cit.*, p. 315, “diferenciar los deberes de información bursátil de los bancarios”.

(18) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela...”, *op. cit.*, p. 1162; id.: *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 283.

(19) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 283; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “La difusión de información...”, *op. cit.*, p. 303.

(20) Definiendo análogamente a las normas de información precontractual del mercado de valores *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección...”, *op. cit.*, p. 1165; id.: *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 285, y en igual sentido, desde el sistema alemán e italiano, *vid.* respectivamente MAZZUCHELI Y URQUIJO, J., “Protección al inversor por medio de las obligaciones de asesoramiento y aclaración del banco frente a los clientes en el derecho alemán”, *RDBB*, núm. 61, 1996, p. 23, y ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS, J.A., “La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España”, *RDBB*, núm. 37, 1990, p. 122.

del coste o rendimiento, y que recogen con claridad y precisión las características de la oferta financiera ⁽²¹⁾, cuando operasen en el mercado de valores el régimen publicitario a aplicar en los servicios que prestasen vendrá determinado por el cumplimiento de unas precisas obligaciones dirigidas a proporcionar de manera comprensible una información adecuada sobre la entidad, sus servicios, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión, los centros de ejecución de órdenes, así como los costes asociados ⁽²²⁾, que sólo será objeto de control administrativo en lo referente a las tarifas a aplicar por las comisiones o gastos repercutibles ⁽²³⁾.

No obstante la diferencia, la concreción normativa de esta exigencia de control que parte de la libre fijación de las tarifas máximas de comisiones y gastos repercutibles contemplada análogamente desde el sector bancario y del mercado de valores, a efectos de que no se puedan cargar a los clientes comisiones o gastos superiores, aplicar condiciones más gravosas, ni repercutir gastos no previstos o servicios no aceptados o no solicitados en firme ⁽²⁴⁾, no viene a alterar posteriormente el régimen de organización bancario. Esta circunstancia se debe a que desde los arts. 3 y 4 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, se efectúa una remisión al derecho bancario por el que corresponderán al Banco de España las funciones de comprobación sobre el folleto informativo de las tarifas a efectos de que, cuando no se cumplan las condiciones de claridad o concreción procedentes, puedan efectuar las objeciones que estimen oportunas, y ello sin perjuicio de que posteriormente el Banco de España

⁽²¹⁾ *Vid.* arts. 48.2.d) de la LDIEC, 10, 11, 12 y 13 de la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989, y 9 de la Circular de la CNMV de 7 de septiembre de 1990.

⁽²²⁾ Sobre las exigencias a incluir en las comunicaciones publicitarias dirigidas a los clientes potenciales que afectan a las entidades que prestasen servicios de inversión *vid.* arts. 79 bis de la LMV, y 60 en relación a las condiciones que debe cumplir la información para que sea clara, imparcial y no engañosa; 61, en atención a la información referente a la clasificación de los clientes; 62, en referencia a los requisitos generales de información a los clientes; 63, en alusión a la información sobre las entidades y sobre sus servicios; 64, a efectos de indicar la información sobre los instrumentos financieros; 65, en atención a los requisitos de información con vistas a la salvaguardia de los instrumentos financieros o los fondos de los clientes; 66, a efectos de aludir a la información sobre los costes y gastos asociados; 71, en referencia a la indicación del régimen de las tarifas, y 72, 73 y 74 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en alusión a la evaluación de la idoneidad y conveniencia del servicio para los potenciales clientes.

⁽²³⁾ Las tarifas por comisiones o gastos repercutibles, que serán recogidas en un folleto informativo cuyas normas generales sobre elaboración resultan contempladas en los arts. 3 de la Orden ministerial de 25 de octubre de 1995, y 2 y 3 de la Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la CNMV, serán objeto de control por la CNMV, tal y como establecen los arts. 4 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y 4 de la Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la CNMV, a efectos, con carácter previo a su aplicación, de efectuar objeciones o recomendaciones directamente a la entidad redactora o exigir la inclusión de servicios financieros singulares cuando no cumplan las condiciones de claridad o concreción procedentes.

⁽²⁴⁾ *Cfr.* desde el sector del mercado de valores los arts. 71 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y 2 apdos. 1, 5 y 6 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, y desde el sector crediticio los arts. 5 de la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989 y 3.1, 2 y 3 de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, del Banco de España.

remita a la CNMV, a los mismos efectos, el folleto informativo. Pero, además, aquella circunstancia no modificadora también se debe a que, si bien al establecerse desde el art. 5 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 que el régimen a aplicar a las entidades de crédito que presten servicios de inversión en materia de publicidad de las tarifas y del tablón de anuncios donde se recogerá toda la información que deban poner en conocimiento de sus clientes sea el previsto, vía remisión, de nuevo desde el marco crediticio —y así desde los arts. 5 de la Orden de 12 de diciembre de 1989, y 3 y 5 de la Circular de la CNMV, de 7 de septiembre de 1990— se realiza además una inclusión de requisitos adicionales que sólo vienen a suponer una concreción de fórmulas ya aplicables desde su ordenación bancaria. En efecto, esta circunstancia se pone de manifiesto dado que los requisitos exigidos adicionalmente por el art. 5 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 a la normativa bancaria que sobre publicidad de tarifas y tablón de anuncios prevista en la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989 les resultan aplicables a las entidades de crédito sobre la información que deben poner en conocimiento de sus clientes en el tablón de anuncios (art. 5.3 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995), en lo concerniente a la puesta a disposición del público del folleto informativo de tarifas y la exigencia de información sobre las comisiones y gastos con independencia de que presten o no el servicio (art. 5.4 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995), y en lo relativo a la determinación de las condiciones a las que deberán adscribirse las tarifas para su puesta en público (art. 5.7 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995), permiten obviarse de los arts. 3 y 5 de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, del Banco de España y 5, 6 y 11.5 de la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989.

Finalmente también es necesaria la indicación de que, si bien en estas normas precontractuales pertenecientes al ámbito de ordenación de los intermediarios operantes en el mercado de valores queda fuera de toda duda que su inobservancia constituiría un supuesto de infracción contemplado en la LMV, salvo para el caso de las tarifas derivadas de las comisiones de servicios financieros de carácter singular, que sólo tendrán un carácter indicativo⁽²⁵⁾, se configuran además como criterio de integración del contrato. Esto se debe no a que las citadas normas permitan ubicarse en el art. 61.2 de la Ley de consumidores y usuarios⁽²⁶⁾, puesto que no estimamos que puedan considerarse como promoción, dado que no se trata de una actividad que tenga como finalidad incentivar la colocación en el mercado mediante la celebración de los contratos

(25) Vid. el número 1 del art. 3 de la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990, y el número 4 del art. 2 la Circular de la CNMV, de 27 de marzo de 1996.

(26) En base al art. 61.2 de la Ley de consumidores y usuarios, aprobada por el Real Decreto Ley 1/2007, de 16 de noviembre, se viene a establecer que “*el contenido de la oferta, promoción o publicidad, las prestaciones propias de cada bien o servicio, las condiciones jurídicas o económicas y garantías ofrecidas serán exigibles por los consumidores y usuarios, aun cuando no figuren expresamente en el contrato celebrado o en el documento o comprobante recibido y deberán tenerse en cuenta en la determinación del principio de conformidad con el contrato*”.

apropiados de un servicio⁽²⁷⁾, ni como una actividad publicitaria de los servicios prestados, ante el carácter obligatorio que tiene una información que deberá efectuarse por las leyendas y formatos reglamentariamente impuestos en los que se excluyen los tonos y los modos habitualmente publicitarios⁽²⁸⁾. Tampoco se debe tal integración contractual a que nos encontremos como receptores de la norma a los consumidores, y ello porque de ser así se estaría considerando como parte débil de la relación jurídica a todos sus destinatarios con independencia de su situación de desequilibrio en el contrato, lo cual originaría que si el concepto de consumidor se generaliza hasta el punto de considerar que consumidores somos todos, dicha condición ya no sería especial, por lo que en dicho ámbito subjetivo no podría basarse la creación de un derecho excepcional denominado como derecho de los consumidores porque si no incurriríamos en el error de tratar como especial aquello que aparece como genérico⁽²⁹⁾. Decimos, pues, que la incidencia de estas normas de ordenación en el ámbito contractual viene determinada por su condición de oferta *ad erga omnes*, que deviene en vinculante mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 CC, y 57 Cco.) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida, cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella⁽³⁰⁾, que entendemos que se encuentra vigorizada para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas precontractuales previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina del intermediario operante en el mercado de valores, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que

(27) De este modo, seguimos la noción que sobre la actividad de promoción da DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “La protección de los derechos económicos y sociales en la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios”, *Estudios de consumo*, núm. 3, 1984, p. 51, para marcar la ausencia de tal condición en las normas precontractuales exigidas a los intermediarios operantes en el mercado de valores.

(28) Pronunciándose así en análogo sentido en relación con las normas precontractuales desde el sector crediticio *vid.* GALÁN CORONA, E., “Las órdenes ministeriales y circulares del Banco de España sobre protección de la clientela: su posición ordinamental”, en AA.VV., *Estudios de derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. II, Ed. La Ley, Madrid, 1994, p. 892, y en sentido contrario, *vid.* DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Publicidad de tipos y tarifas”, *RDBB*, núm. 2, 1981, p. 405 y 407, que estimaba que si bien era difícil ver en los presupuestos informativos previstos para las entidades de crédito por la Orden de 17 de enero de 1981 y la Circular del Banco de España 13/1981, de 24 de febrero, su naturaleza publicitaria, el mensaje de publicidad no dejaría de serlo aunque no se informase en tales modos.

(29) Considerando, de igual modo, la ausencia de la condición de consumidor en los destinatarios de las normas precontractuales en el ámbito crediticio *vid.* DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Publicidad de tipos y tarifas...”, *op. cit.*, pp. 400 y 401, y pronunciándose expresamente sobre las consecuencias derivadas del entendimiento de la categoría del consumidor como una noción genérica *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “El consumidor como categoría especial: la perspectiva comunitaria”, *Rev. Fac. Derecho de la Universidad de Granada*, núm. 3, 2000, pp. 128 y 148 a 150.

(30) En este sentido *vid.* las Sentencias del TS de 29-1-1965; 31-3-1982; 21-9-1987; 23-2-1988; 11-5-1988; 27-3-1991; 22-10-1992; 2-2-1996 y 9-10-1998.

deben informar el ejercicio del derecho, y determinando así que su práctica se torne inadmisibile, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

2.º En relación con las normas de documentación contractual, si bien las disposiciones de ordenación de los intermediarios en los mercados de valores parte de la consensualidad de los contratos (art. 1278 CC), con el ánimo de incrementar la transparencia del mercado, la certeza de la posición jurídica de la clientela, y en definitiva la seguridad jurídica de la relación, prevén una exigencia de entrega de los documentos contractuales en determinados supuestos⁽³¹⁾ que, formulada de un modo análogo a la configurada desde las normas de la disciplina crediticia, no establecía que la forma de celebración de los contratos debiese efectuarse de forma escrita, sino que partía de esa misma realidad, dado que tal requisito debía considerarse establecido —si bien de forma *ad probationem*— en los casos en los que se sometía a los intermediarios al deber de entrega del documento contractual, los cuales son, no ya sólo los supuestos en los que así lo solicite el cliente, sino también en los de compraventa con pacto de recompra de instrumentos financieros no negociados en mercados secundarios organizados, en aquellas operaciones donde existan contratos tipo, y en los que por su carácter singular no se incluyan en los folletos de tarifas⁽³²⁾. De este modo, cuando para las

(31) Pronunciándose en análogo sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Derecho del mercado...” *op. cit.*, pp. 290 y 291; *id.*: “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores. La orden de 25 de octubre de 1995...” *op. cit.*, p. 1167; *id.*: “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores...” *op. cit.*, p. 529.

(32) En efecto, es la exigencia de entrega del documento contractual en estos supuestos contemplados en el art. 7.1 de la Orden de 25 de octubre de 1995 la que muestra que se ha seguido la misma vía que se establece desde el sector crediticio, dado que en éste también se dice que es el ámbito de la disciplina reguladora del ejercicio de la profesión, que en este caso es el de las entidades de crédito —de donde surge la verdadera dimensión de la obligación de documentación contractual sin alterar— tal y como han considerado ILLESCAS, R., “Los contratos bancarios: reglas de información, documentación y ejecución...” *op. cit.*, p. 283, y MARTÍNEZ DE SALAZAR Y BASCUÑANA, L., “El derecho a la información de la clientela...” *op. cit.*, p. 777— la naturaleza de los contratos, al tratarse de unas reglas impuestas con ánimo de incrementar la seguridad jurídica de la relación en las que no se establecen de forma expresa que la celebración del contrato haya de efectuarse de forma escrita, sino que permiten deducirlo, tal y como indicó NÚÑEZ LOZANO, P.L., “Las entidades de crédito y sus clientes: disciplina de relaciones”, *DN*, 1991, p. 289, para los casos en los que la entidad de crédito tenga la obligación de entregar el documento contractual y que según el art. 6.1 de la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990 son:

- a) En la apertura de cuentas corrientes a la vista o cuentas de ahorro.
- b) En las operaciones siguientes cuando su importe sea inferior a 60.000 euros:
 - Operaciones de depósito a plazo, o captación de fondos mediante pagarés bancarios o instrumentos similares.
 - Operaciones de compraventa, con pacto de recompra, de instrumentos financieros negociados en mercados secundarios organizados.
 - Operaciones de préstamo o crédito, incluidas las instrumentadas mediante tarjeta de crédito.
- c) En las operaciones de arrendamiento financiero.

operaciones con valores efectuadas por las entidades de crédito el art. 6, en su apdo. 1 bis, de la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990 se remitió a las letras a) y b) del art. 7 de la Orden de 25 de octubre de 1995, sólo lo hizo con la finalidad de integrar el ámbito de requerimiento de la entrega del documento contractual a favor de aquellos dos últimos supuestos que no resultaban contemplados desde el sector bancario⁽³³⁾. Además, la obligación de entrega del documento contractual viene a complementarse con la exigencia de un contenido mínimo, que contemplado en el art. 7.4 de la Orden de 25 de octubre de 1995 y aplicado a las operaciones que sobre valores efectúen las entidades de crédito por la remisión realizada desde la normativa bancaria (art. 6, en su apdo. 6 bis de la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990), requiere de unos criterios que resultan formados en un sentido más genérico que con respecto a las menciones establecidas para la cumplimentación de unos documentos de las operaciones activas y pasivas (art. 6.6 de la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990) en los que se fijan unas especialidades que ponen el acento en los tipos de interés que resulten aplicables.

Pero también en aras de la seguridad jurídica, ante el carácter masivo de los servicios y la duración y complejidad de las relaciones⁽³⁴⁾, las normas de ordenación prevén la exigencia de establecer unos contratos tipo con los que se predisponga unilateralmente el contenido negocial mediante módulos o formularios para el desarrollo por los intermediarios financieros de las operaciones de gestión de carteras, depósitos de valores representados en títulos o administración de valores representados en anotaciones en cuenta, en las operaciones de compraventa con pacto de recompra de instrumentos financieros negociados en mercados secundarios organizados cuando su importe sea inferior a 60.101 euros, y en aquellos otros supuestos en los que

d) En las operaciones de compraventa, con pacto de recompra, sobre instrumentos financieros no negociados en mercados secundarios organizados, y en cualesquiera otras cesiones de activos no incorporados a valores negociables, o de derechos o cuotas sobre cualquier clase de activo.

e) Siempre que lo pida el cliente.

f) Cuando se acuerde con el cliente la posibilidad de que éste pueda acceder a sistemas telefónicos o electrónicos que le permitan la contratación o utilización de los servicios prestados por la entidad.

⁽³³⁾ De este modo se explica que la remisión que desde el derecho bancario se realiza al derecho del mercado de valores no se efectúe en los supuestos en los que ya desde el sector crediticio se exigía no ya sólo la entrega del documento contractual, esto es, en las operaciones de compraventa con pacto de retrocesión de activos financieros incorporados a valores negociables y a petición del cliente, sino también la retención y conservación por la entidad de una copia firmada por el cliente de los documentos contractuales, así como el recibí de éste a la copia del documento que le hubiese sido entregada (*cf.*: el art. 6.2 de la Circular de 7 de septiembre de 1990 y los arts. 7.2 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y 15 de la Circular de la CNMV de 27 de marzo de 1996).

⁽³⁴⁾ Considerándose en este sentido a los citados factores como causas por las que surgen los contratos tipo *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, p. 291; *id.*: “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores. La orden de 25 de octubre de 1995...”, *op. cit.*, p. 1166; *id.*: “Las normas de protección a la clientela en el mercado de valores...”, *op. cit.*, p. 592.

se estime conveniente por la CNMV⁽³⁵⁾. De este modo, y no derivado de la estandarización de los contratos, sino de la unilateralidad del poder de estandarización que no garantizaría la protección del inversor, se configura como vías favorables para su tutela la exigencia de unas comprobaciones, métodos publicitarios y requisitos por los que, cuando las entidades de crédito procedan a efectuar las citadas operaciones y se les exija así la utilización de contratos tipo, tendrán que remitirlos a la CNMV, para que ésta proceda a su verificación⁽³⁶⁾, salvo que se tratase de instrumentos negociados en el mercado de deuda pública, puesto que si no el citado trámite tendría que realizarse por el Banco de España⁽³⁷⁾, estarán sometidos a las mismas reglas de publicidad que las previstas para los folletos informativos de tarifas tanto por las entidades como por la CNMV, y en su caso por el Banco de España⁽³⁸⁾, y deberán ajustarse para su redacción a la Ley de consumidores y usuarios, aprobada por el Real Decreto-ley 1/2007, de 16 de noviembre, así como a las normas de conducta⁽³⁹⁾.

3.º En relación con las normas reguladoras de las órdenes y de la ejecución de operaciones, y dado que en el ámbito bancario la contratación se centra en la interconexión funcional entre las operaciones pasivas de depósito y las activas de préstamo o de apertura de crédito que motiva que sus normas de protección de la clientela pongan su acento en la publicidad de los tipos de interés, en el mercado de valores, al ser los contratos que configuran las relaciones entre los intermediarios y los clientes, por regla general, de comisión mercantil, sus normas de protección de la clientela ponen el

(35) Sobre la citada exigencia de contratos tipo *vid.* los arts. 8.1 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y 9.1 de la Circular de la CNMV de 27 de marzo de 1996, y en particular, estableciendo un contenido mínimo más detallado de los contratos tipo de gestión de carteras, *vid.* la Orden Ministerial de 7 de octubre de 1999 y la Circular de la CNMV de 30 de mayo de 2000, que estableció los modelos normalizados de contrato tipo de gestión discrecional e individualizada de las carteras de inversión.

(36) De este modo, previamente a la aplicación de los contratos tipo, las entidades de crédito deberán remitir por duplicado a la CNMV los borradores de los contratos tipo para que ésta proceda a examinar si se ajustan o no a los requisitos que les son exigidos en los arts. 7.4 y 8 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, pudiendo formular objeciones o recomendaciones a éstos en el plazo de 15 días desde su presentación (art. 10.1 y 2 de la Circular de la CNMV de 27 de marzo de 1996) y considerándose aceptado si transcurridos 15 días desde la solicitud de verificación la entidad no hubiese recibido contestación (art. 8.5 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995).

(37) Así pues, es el art. 6.1 bis de la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990 el que procede a remitir al Banco de España las comprobaciones de los contratos tipo que las entidades traten de utilizar para el desarrollo de modo exclusivo de operaciones con instrumentos negociados en el mercado de deuda pública, estableciendo que se entenderán conformes cuando, transcurridos 15 días desde la recepción, aquél no hubiese efectuado ninguna manifestación, recomendación u objeción al respecto.

(38) *Cfr.* arts. 8.8 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y 12 de la Circular de la CNMV de 27 de marzo de 1996.

(39) *Cfr.* art. 8.2 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995.

énfasis en las órdenes y registros de operaciones y en las comisiones⁽⁴⁰⁾. Por ello, cuando las entidades de crédito proceden a realizar operaciones en este sector del mercado financiero, y una vez que recibiesen unas órdenes del emisor, oferente o del inversor dirigidas a cursar una operación y que se hallan formuladas en el marco de un contrato de comisión, deberán proceder al cumplimiento de unos requisitos que, establecidos por las normas disciplinarias del mercado de valores, obligarán a comunicar a la CNMV las operaciones realizadas y la identidad de los clientes por cuya cuenta ejecutan la orden⁽⁴¹⁾, y exigirán que se disponga de procedimientos o sistemas de gestión de órdenes que permitan su rápida y correcta ejecución⁽⁴²⁾ y posterior asignación, de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realizan operaciones para varios de ellos o se actúa por cuenta propia⁽⁴³⁾ y, además, que se disponga de un

(40) Efectuando la citada distinción entre las normas de protección de la clientela bancaria y las del mercado de valores *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores: la orden de 25 de octubre de 1995...”, *op. cit.*, p. 1162; *id.*: *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, p. 293.

(41) En base al art. 59 bis de la LMV, se establece que las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicárselas a la CNMV, a la mayor brevedad posible, a más tardar al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución. Esta obligación se entenderá exigible en todo caso, independientemente del método, medio, mercado o sistema a través del que se hubieran ejecutado las operaciones. Además también se establece que los informes a remitir tendrán que tener el contenido señalado en el Reglamento 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro y la información sobre las operaciones.

(42) Para cumplir lo dispuesto en la letra a) del apartado 1 del art. 79 sexies de la LMV, las entidades deberán contar, tal y como establecen los arts. 79 sexies 2 de la LMV y 77 a 79 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, con una política de ejecución de órdenes que definirá la importancia relativa atribuida al precio, a los costes, a la rapidez y eficiencia en la ejecución y liquidación, y a cualquier otro elemento que juzguen relevante para la ejecución de la orden y que deberá incluir, para cada clase de instrumento, información sobre los distintos mercados, sistemas o cualquier otro centro de negociación en los que la empresa ejecute las órdenes de sus clientes, y los factores que influyan en la elección del centro de negociación. Además, será necesario que la entidad informe a sus clientes sobre su política de ejecución de órdenes, y que obtenga su consentimiento antes de aplicársela.

(43) En base al art. 80 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se establece que las entidades que presten servicios de inversión deberán cumplir los siguientes requisitos cuando ejecuten las órdenes de sus clientes:

- a) Deberán asegurarse de que las órdenes ejecutadas por cuenta de sus clientes se registran y atribuyen con rapidez y precisión.
- b) Deberán ejecutar las órdenes similares de clientes de forma secuencial y rápida, salvo cuando las características de la orden o las condiciones existentes en el mercado no lo permitan, o cuando los intereses del cliente exijan otra forma de actuar.
- c) Deberán informar de manera inmediata al cliente minorista sobre cualquier dificultad relevante que surja para la debida ejecución de la orden.
- d) Cuando la entidad sea responsable de la supervisión o de la realización de la liquidación de la orden ejecutada, deberá adoptar todas las medidas razonables para garantizar que los instrumentos financieros o los fondos recibidos del cliente para la liquidación de la orden se asignan de forma rápida y correcta a la cuenta del cliente correspondiente.

registro de operaciones que refleje la información sobre las órdenes recibidas y sobre sus actuaciones en la ejecución de éstas⁽⁴⁴⁾, además de un archivo de justificantes de las órdenes percibidas sobre alguna de las actividades relativas a la intermediación y al depósito de valores⁽⁴⁵⁾, y cuyos efectos, así como su estructura y organización, al igual que en el registro de operaciones, son de naturaleza probatoria en la realización de las órdenes y operaciones en cuestión, así como de control por la CNMV, y vendrá regulada por las disposiciones que dictase la CNMV.

4.º En relación con las normas de información a la clientela, es la norma séptima, en su apdo. 3, de la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, la que reenvía a la ordenación prevista desde el mercado de valores en aras de que las

e) No podrán hacer un uso inadecuado de la información de la que dispongan sobre las órdenes pendientes de sus clientes, y deberán adoptar todas las medidas razonables para evitar el uso inadecuado de dicha información por parte de sus personas competentes.

Además, desde el art. 81 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se viene a establecer que las entidades que presten servicios de inversión sólo podrán ejecutar las órdenes de clientes acumulándolas a las de otros clientes o a las transacciones por cuenta propia cuando se cumplan las siguientes condiciones:

a) Que resulte improbable que la acumulación perjudique en conjunto a ninguno de los clientes cuyas órdenes se acumulan.

b) Que se informe a cada uno de los clientes afectados que como resultado de la acumulación de órdenes pueden verse perjudicados en relación con una orden concreta.

c) Que se adopte y se aplique de manera efectiva una política de atribución de órdenes que prevea de manera precisa la atribución equitativa de órdenes y transacciones acumuladas, especificando cómo la relación entre volumen y precio de las órdenes determina las atribuciones y el tratamiento de las ejecuciones parciales.

d) Que cuando se acumulen órdenes de varios clientes y la orden acumulada sólo se ejecute parcialmente se atribuyan las operaciones de conformidad con su política de gestión de órdenes.

e) Que cuando acumulen órdenes de uno o varios clientes con transacciones por cuenta propia no se atribuyan las operaciones de manera que resulte perjudicial para un cliente.

f) Que cuando se acumule la orden de un cliente con una transacción por cuenta propia y la orden acumulada se ejecute parcialmente se atribuyan las operaciones con prioridad al cliente sobre la entidad, salvo cuando ésta pueda demostrar, de manera razonable, que sin la acumulación no se habría podido ejecutar la orden, o bien no se habría podido hacer en términos tan ventajosos, en cuyo caso podrá atribuirse proporcionalmente la transacción por cuenta propia de conformidad con lo dispuesto en la letra c) anterior.

(44) Así pues, el registro de operaciones, que deberá llevarse por unos medios informáticos que asignen a la información contenida en él las claves o códigos adecuados para permitir la identificación de forma inequívoca de su contenido, y que tendrá que estar clasificado por riguroso orden cronológico en la recepción de órdenes, deberá incluir no ya sólo las operaciones que las entidades realicen en la ejecución de un mandato genérico o específico, sino incluso también las que efectúen por cuenta propia y los compromisos que adquiriesen a plazo [*vid.* arts. 70 ter de la LMV, 27.1.b) y 33 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y 3, 4, 5, 6 y 7 de la Circular de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre].

(45) Este archivo de justificantes de órdenes, que estará formado por el ejemplar original de la orden firmada por el cliente o por persona autorizada, por la cinta de grabación, cuando la orden se efectúe de forma telefónica, o por el registro magnético si la transmisión se realizase electrónicamente, ostenta una irrefutable vinculación con el registro de operaciones, dado que cada anotación en éste deberá sustentarse en una orden de entre las comprendidas por aquél (*vid.* norma segunda de la Circular de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre).

entidades de crédito que operasen con valores o instrumentos financieros quedasen adscritas a su cumplimiento, y de tal forma que atendiesen a estar obligadas al otorgamiento de una información, que como reflejo del deber clásico de todo mandatario (art. 1720 CC) y de todo comisionista (art. 263 CCo.) que rige en los contratos acaecidos en este sector al configurarse las relaciones entre los intermediarios y los clientes —por regla general— mediante la comisión mercantil, deben abastecer en favor de sus clientes⁽⁴⁶⁾. Este deber por el que las entidades tendrán que mantener en todo momento adecuadamente informados a sus clientes sobre los servicios prestados tendrá que venir referido a una información que deberá ser imparcial, clara, no engañosa y comprensible⁽⁴⁷⁾, y que resultará detallada de distinta forma dependiendo de la clasificación que se le reporte a los clientes en minoristas, profesionales y contraparte⁽⁴⁸⁾, a efectos de modularse por el régimen normativo que exige la información⁽⁴⁹⁾, el distinto grado de protección que requiere el perfil del cliente en función de su experiencia y conocimientos en relación con las operaciones y servicios que solicite, a efectos de no establecer requisitos que supongan una costosa, innecesaria e infructuosa carga tanto para la entidad como para el propio cliente.

Así pues, y una vez contemplada la normativa de relación con la clientela, se plantea el dilema de si podría el cliente reclamar frente a la entidad el incumplimiento de tales disposiciones ordenadoras, configurando de tal forma a éstas como normas contractuales o no. De este modo, y en aras de resolver la citada controversia, desde el sector bancario la doctrina ha venido destacando que no estamos ante una normativa contractual, sino que las normas de transparencia e información desarrolladas, a partir del art. 48 de la LDIEC, por la Orden Ministerial de 12 de diciembre de 1989, y ésta a su vez por la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, son reglas de

⁽⁴⁶⁾ En efecto, aunque la remisión efectuada por el comentado art. 7.3 de la Circular del Banco de España de 7 de septiembre de 1990, en relación con la información a facilitar a los clientes, se encuentra efectuada literalmente a la “*Orden de 25 de octubre de 1995, y las disposiciones que la desarrollen*”, y por consiguiente a la sección quinta de aquella, hoy derogada por la disposición derogatoria 1.c) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, consideramos que la citada remisión continúa con vigencia, dado que la intención del citado Real Decreto es, en esta materia, incorporar al ordenamiento jurídico el grueso de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, a efectos de configurar un régimen normativo mucho más extenso y detallado en las obligaciones de información a los clientes (*vid.* arts. 62 a 70 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), que el dado anteriormente desde los arts. 9 y 10 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995.

⁽⁴⁷⁾ Si bien es el art. 79 bis.2 de la LMV el que viene a requerir estas exigencias, es el art. 60 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, el que atiende a indicar cuáles serán las condiciones que tendrá que tener la información para poder cumplir tales requisitos.

⁽⁴⁸⁾ De esta forma, pues, las empresas que presten servicios de inversión deberán clasificar a sus clientes en profesionales cuando se presuma de aquellos la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (supuestos que se deducen de formar parte del elenco establecido en el art. 78 bis.3 de la LMV); de minoristas, en el caso en que no sean considerados como profesionales, y de contrapartes, cuando se refieran a clientes incluidos en la clasificación dada por el art. 78 ter de la LMV.

⁽⁴⁹⁾ *Vid.* arts. 62, 63, 64, 65, 66, 68, 69 y 70 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

actuación de las entidades financieras que no pueden escapar de lo puramente disciplinario, y por tanto en su calidad de normas de ordenación y disciplina de la actividad profesional no podrán incidir directamente en las relaciones contractuales con los clientes. Sólo se acepta la posibilidad del efecto contractual de estas normas acudiendo a la normativa general de los contratos. Esto se debe a que, si el principio de la autonomía contractual de nuestro derecho privado sólo viene limitado por la ley, la moral y el orden público, cuando se permitiese encuadrar el incumplimiento de la entidad en preceptos legales se podría otorgar un efecto jurídico privado de esas disposiciones en los contratos, y dado que aquellas disposiciones de ordenación bancaria integran sus normas protectoras en el marco de las generales de protección del consumidor y usuario, con la vulneración de la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios se mostraría que el incumplimiento de aquellas puede ir más allá de la sanción administrativa, al incidir de forma indirecta en el ámbito de las relaciones contractuales⁽⁵⁰⁾.

Además, hacia análogas conclusiones se permitiría también llegar desde el sector del mercado de valores. Lo anterior se fundamenta en que de igual modo partimos de una normativa dotada de una naturaleza puramente disciplinaria dirigida a la ordenación profesional de los intermediarios, que resulta desarrollada por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y ésta a su vez por la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y la Circular de la CNMV 1/1996, de 27 de marzo, de una técnica en la dotación de potestad normativa a la CNMV que, establecida en los arts. 15 y 95.3 de la LMV, resulta idéntica a la arbitrada por el art. 1.5 y la disposición adicional 8.ª de la LDIEC, para el Banco de España, y mediante la cual se procede a la elaboración de unas

(50) En efecto, partiendo de la referencia de que las circulares del Banco de España sólo pueden considerarse como normas de ordenación y disciplina (art. 1.5 LDIEC), y de la habilitación que el art. 48 de la LDIEC otorga al Ministerio de Economía y Hacienda, que a su vez es el que faculta al Banco de España para que formule circulares, se permite observar, tal y como indicó FERNÁNDEZ, T.R., "Comentario al art. 48...", *op. cit.*, p. 151, que es explícita la expresa salvedad que en el núm. 2 del citado art. se hace en relación al principio de libertad de contratación en el que la Ley no quiere incidir en ningún caso, por lo que no podrá hacerlo por esa razón, por las normas reglamentarias que pudiesen llegar a dictarse, si bien sí que podrá tener incidencia de forma indirecta en las relaciones contractuales privadas atendiendo a la normativa general aplicable a los contratos, y así, mediante la infracción de las normas de ordenación que perfilasen supuestos contemplados en un mandato legal previo, como es el caso de la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios, tal y como han señalado RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "La contratación bancaria y la protección de los consumidores. El defensor del cliente y el servicio de reclamaciones del Banco de España", en AA.VV. (Dir. GARCÍA VILLAVERDE, R.) *Contratos bancarios*, Ed. Civitas, Madrid, 1992, p. 953; GALÁN CORONA, J.A., "Las órdenes ministeriales...", *op. cit.*, p. 896; CUÑAT EDO, V., "Las Fuentes reguladoras de la actividad contractual bancaria", *Estudios en homenaje al P.f. Evelio Verdura y Tuells...*, *op. cit.*, p. 605; GARCÍA CRUCES GONZÁLEZ, J.A., "La protección de la clientela en el ordenamiento sectorial de la banca", *RDBB*, núm. 46, 1992, p. 410; AURIOLES MARTÍN, A., "La protección de los usuarios de servicios bancarios y la normativa sobre transparencia de las operaciones", *La Ley*, núm. 3, 1991, p. 897; GIMÉNEZ VILLANUEVA, T., "Normas de transparencia en la contratación bancaria..." *op. cit.*, pp. 662 y 664; GONZÁLEZ CASTILLA, F., "Las fuentes de regulación de los contratos bancarios sobre valores negociables", en AA.VV. (Coord. MARIMÓN DURÁ, R. y GONZÁLEZ CASTILLA, F.), *Estudios sobre jurisprudencia bancaria*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2000, p. 69.

circulares que también resultan consideradas como fuente secundaria y subordinada a la ley⁽⁵¹⁾, y de unas disposiciones que, en la línea ya adoptada desde la protección de la clientela bancaria, se incluyen en la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios aprobada por Real Decreto-ley 1/2007, de 16 de noviembre. De este modo, se permitirá estimar, atendiendo a la limitación del principio de libertad contractual contemplado en el art. 1255 del CC, tal y como ya alguna jurisprudencia menor ha puesto de manifiesto al pronunciarse en el mismo sentido que la bancaria⁽⁵²⁾, que la normativa de ordenación del mercado de valores puede incidir de forma indirecta en los supuestos contractuales.

Pero la transgresión de la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios no es la única vía que permitiría considerar que la frontera entre las normas de ordenación y de la contratación no es tajante al generar de forma indirecta una eficacia

(51) En efecto, originado el debate con respecto a la naturaleza jurídica de las circulares del Banco de España por PARADA VÁZQUEZ, R., “Valor jurídico de la Circular”, *RDBB*, núm. 2, 1981, pp. 313 a 320, que consideraba que era imposible configurarlas como normas reglamentarias de índole jurídico público dada la falta de habilitación del Banco de España para dictar de forma directa o por delegación ministerial normas imperativas en las relaciones crediticias, y contestado por FERNÁNDEZ, T.R., “Los poderes normativos del Banco de España”, *RDBB*, núm. 13, 1984, pp. 7 a 32, al estimar que no existía inconveniente en admitir el ejercicio de auténticos poderes reglamentarios por parte del Banco de España siempre que contasen con la habilitación legal previa y suficiente, si bien la resolución del litigio ya permitía vislumbrarse desde la STS de 18 de febrero de 1985, que reconoció al Banco de España la facultad de redactar circulares al ostentar poder normativo [estudiando la citada sentencia *vid.* SÁNCHEZ MIGUEL, M. C., “Bancos privados: falta de cumplimiento de las circulares e instrucciones del Banco de España”, *RDBB*, núm. 22, 1986, pp. 418 a 420; *id.*: “Bancos privados: falta de cumplimiento de las circulares e instrucciones del Banco de España”, en AA.VV. (Coord. SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J.), *Comentarios jurisprudenciales de derecho bancario y cambiario*, t. II, Ed. Centro de documentación bancaria y bursátil, Madrid, 1993, pp. 49 a 63], fue por la promulgación de la LDIEC, donde en su disposición adicional 8.^a se estableció que “*el Banco de España para el adecuado ejercicio de las competencias que le atribuyen ésta y otras leyes, podrá dictar las disposiciones necesarias para el desarrollo o ejecución de la regulación contenida en las disposiciones generales aprobadas por el Gobierno o por el Ministerio de Economía y Hacienda*”, con la posterior reiteración de tal precepto por el art. 3 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España, y mediante la STC 135/1992, de 5 de octubre, en la que se falló a favor de la constitucionalidad de esta habilitación, cuando quedó definitivamente zanjada la polémica acerca de la habilitación del poder del Banco de España para dictar normas reglamentarias —tal y como indicó BETANCOR RODRÍGUEZ, A., “La infracción de las circulares del Banco de España no es motivo en que pueda fundarse el recurso de casación. Crítica a la negativa a reconocerles el carácter de norma jurídico-sustantiva”, *RDBB*, núm. 58, 1995, p. 593— por lo que nos situamos de este modo ante la presencia de una fuente secundaria y subordinada a la Ley, de donde la LMV empleó la técnica utilizada por la LDIEC, y de donde las circulares de la CNMV siguieron, así, la senda abierta por las circulares del Banco de España, tal y como puso de manifiesto RODRÍGUEZ ZAPATA PÉREZ, J., “A propósito del panorama de fuentes del mercado tras las circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, *Estudios de derecho bancario y bursátil en Homenaje al P. Evelio Verdura y Tuells...*, *op. cit.*, p. 2290.

(52) De este modo, la SAP de Sevilla de 5 de mayo de 1997 se pronunció otorgando eficacia jurídico-privada a la normativa de ordenación del mercado de valores, en la misma línea que para el sector bancario ya se habían pronunciado la STS de 28 de febrero de 1991, la SAP de Asturias de 19 de abril de 1996 y la SAP de Asturias de 29 de noviembre de 1996.

inter partes en aquéllas dependiente de la condición consumidora del cliente. Esto se debe a que, asimismo, y desde una posición ajena a esta situación, al ser las disposiciones de carácter administrativo dirigidas a la ordenación y disciplina de las entidades tanto del sector bancario como del mercado de valores normas de profesionalidad y confianza que desde un punto de vista jurídico ponen de relieve la existencia de deberes de protección e información derivados del principio de buena fe en la contratación⁽⁵³⁾, al generar una actuación del profesional no ya sólo desprovista de buena fe⁽⁵⁴⁾, sino que también, podría incidir en el consentimiento de los contratantes. En efecto, si bien la transparencia no es un requisito esencial del contrato, su carencia sí que sería capaz de producir declaraciones viciadas de voluntad, por lo que se podría originar de tal forma la falta del primero de los requisitos esenciales del contrato contemplados en el art. 1261 del CC⁽⁵⁵⁾.

Como consecuencia de lo anterior, y ante el sometimiento de las entidades de crédito a las normas ordenadoras del mercado de valores, y de este modo a la aplicación de las disposiciones públicas contempladas por la LMV, así como a su normativa de desarrollo acometida por la CNMV, se podría suscitar la controversia sobre hasta qué punto el sistema de fuentes del derecho bancario contractual resultaría por ello alterado. Así pues, se permite de esta forma llegar a la conclusión de que la ubicación de las normas ordenadoras con incidencia contractual no modifica el sistema de fuentes bancario dado que aquellas no afectan directamente a las relaciones contractuales, y sólo incurren indirectamente, esto es, de una forma subordinada, a la normativa general de los contratos. Pero, además, tampoco se produciría la modificación del sistema de fuentes bancario en la vinculación a las disposiciones de desarrollo del régimen de representación y transmisión de valores mediante anotaciones en cuenta que resultaban conferidas al servicio de liquidación y compensación de valores, y que en base a las reformas introducidas por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero al modificar los arts. 7, 57 y 58.3 y crear el art. 44 bis pasan a la sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Lo anterior se debe a que, si bien con anterioridad las entidades adheridas y las implicadas en la compensación y liquidación de valores estaban obligadas a cumplir cuantas decisiones adoptase el servicio de liquidación y compensación de valores, y posteriormente pasaron a serlo las entidades participantes en los sistemas gestionados con respecto a lo determinado por la sociedad de sistemas, no podrán tener influencia directa en el funcionamiento de los contratos bancarios al no poder

(53) Manifestándose en análogo sentido desde el ámbito bancario *vid.* FERRANDO VILLALBA, M.L., “El deber general de informar de las entidades de crédito”, en AA.VV. (Dir. ORDUÑA MORENO, F.J.), *Contratación y servicio financiero*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2000, p. 173.

(54) Considerando el principio de buena fe como límite del ejercicio de los derechos subjetivos, y a su vulneración como infracción de las normas que deben informar el ejercicio del derecho, *vid.* las Sentencias del Tribunal Supremo de 27-2-1981; 8-7-1981; 31-3-1982; 21-5-1982; 23-5-1983; 21-9-1987; 23-2-1988; 11-5-1988; 27-3-1991; 22-10-1993; 22-6-1995; 24-7-1995; 2-2-1996 y 9-10-1998.

(55) Pronunciándose en este sentido desde el sector bancario *vid.* GIMÉNEZ VILLANUEVA, T., “Normas de transparencia...”, *op. cit.*, pp. 655 y 678.

afectar por sí solas a la validez de los negocios jurídicos celebrados entre particulares, y los efectos que pudiesen producir en el ámbito jurídico-privado, que sólo incidirían en el titular en la medida en que reglamentan la actividad de los registros de detalle, dado el carácter marcadamente técnico que ostenta el citado poder ordenador, quedarían comprendidos en la ley formal a que el art. 1255 se refiere⁽⁵⁶⁾.

III. LAS NORMAS DE CONDUCTA

Con el fin de dar primacía al aspecto deontológico, ante la observancia de la moralización del mercado público como vía que permite generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros para preservar la integridad y la reputación de los mercados, garantizar un correcto y armónico funcionamiento de éstos y proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión⁽⁵⁷⁾, se creó en nuestro sistema una normativa jurídica de ética profesional que, constituida por las disposiciones contenidas en su mayoría en el Título VII de la LMV, y detentando como norma básica originaria la iniciada desde el derecho comunitario por unos principios que, contenidos en el código de conducta europeo sobre transacciones de valores mobiliarios (Recomendación de la CEE de 25 de julio de 1977) y en las normas de conducta surgidas en las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores, reiterados por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, sobre operaciones con información privilegiada, y extendido su ámbito de operatividad más allá del *insider trading* por el art. 11 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión, ponían de manifiesto la permeabili-

⁽⁵⁶⁾ En este sentido *vid.* GONZÁLEZ CASTILLA, F., “El servicio de compensación y liquidación de valores, S.A., y sus funciones normativas”, *RDBB*, núm. 75, 1999, pp. 55 y 56; *id.*, Las fuentes de regulación de los contratos bancarios sobre valores..., *op. cit.*, p. 69.

⁽⁵⁷⁾ Desde la aparición de determinados problemas en el mercado de valores y muy especialmente desde el crac bursátil de 1929 en EE.UU. se inició un proceso, que enfatizado en los años 80, y dirigido a la previsión de reglas de comportamiento, conllevó que progresivamente la consideración ética de la bolsa comenzase a experimentar un gran auge (sobre el citado proceso *vid.* MELÉ CARNÉ, D., “Aspectos éticos de los mercados de valores”, en *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, Ed. Instituto español de analistas financieros, Ariel Economía, Barcelona, 1996, pp. 487 y 488; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor...”, *op. cit.*, pp. 636 y 637), y así, dado que el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que se inspire a los inversores, a que la exigencia de corrección y transparencia en la conducta de los que intervienen en los mercados se configurase en una tarea esencial para la protección de los clientes y el mercado, tal y como ya había sido preconizado por GIRÓN TENA, J., “Sociedades y bolsa...”, *op. cit.*, p. 88, y hoy indican ALONSO ESPINOSA, F.J. “Intereses del inversor...”, *op. cit.*, p. 415; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La protección del inversor...”, *op. cit.*, p. 76; ALBELLA AMIGO, S., “La nueva legislación española y europea del mercado de valores: visión panorámica”, en AA.VV., *El nuevo mercado de valores. Seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del mercado de valores organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995*, Ed. Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, p. 37; KIRCHNER, P., y SALINAS, C., *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Ed. Biblioteca Jurídica Cuatrecasas-Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 320; RECINE, F., “Articolo 21, comma 1, lett. c), d), e)”, en AA.VV. (C. RABITI BECLOGNI, ed.) *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Leg. 24. Febbraio 1998 núm. 58*, Ed. Giuffrè, 1998, Milán, pp. 179 y 180.

dad de la tradición anglosajona autorreguladora derivada del carácter privado de sus mercados de valores⁽⁵⁸⁾.

Así pues, quedan establecidas unas reglas esenciales para la eficiencia del mercado que, detentando como destinatarios a cuantos ejerzan servicios de inversión⁽⁵⁹⁾, se ordenan desde el deber de contar con una organización adecuada, garantizar la igualdad de trato entre los clientes, abstenerse de tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos sobre los que se esté realizando un análisis, dejar constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de intereses, comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado, informar en sus relaciones con la clientela, efectuar una separación informativa interna, prevenir los conflictos de intereses y evitar prácticas que produzcan el efecto de provocar una evolución artificial de las cotizaciones⁽⁶⁰⁾.

Pero también se configura como parte integrante de las normas de conducta, el requerimiento a los intermediarios de un código general de conducta por el que se deberán cumplir normas que concreten los preceptos contenidos en el Capítulo 1 del Título VII de la LMV, dictadas por el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV —tal y como es el caso de las normas previstas en la Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del código general de conducta, pero sólo para las entidades gestoras de carteras y sus clientes—, y que con anterioridad a la derogación del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, por la disposición derogatoria única del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, eran contempladas en su anexo 1.º.

(58) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “La adaptación del derecho español del mercado de valores...”, *op. cit.*, p. 987; TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación en los mercados de valores...”, *op. cit.*, p. 320; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios...”, *op. cit.*, p. 637.

(59) El citado artículo ha experimentado varias redacciones y ello porque, frente a su redacción original, que aludía a “*las sociedades y agencias de valores, y en general cuantas personas o entidades ejerzan actividades relacionadas con los mercados de valores*”, vino a dársele una nueva redacción por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, a efectos de establecer como sujetos que debían respetar las normas de conducta a “*las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva, los emisores y en general cuantas personas o entidades ejerzan de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores*”, poniéndose así de manifiesto la heterogénea naturaleza subjetiva que ostentan las normas de conducta, tal y como indican PÉREZ RENOVALES, J., “Reforma del régimen de supervisión, inspección y sanción en los mercados de valores”, en AA.VV. (Coord. Martínez Simancas), *Instituciones del mercado financiero*, 1999, Ed. Tecnos, Madrid, pp. 3142 a 3151; TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación en los mercados de valores...”, *op. cit.*, p. 327; *id.*: *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, p. 271. No obstante, el citado precepto legal ha vuelto nuevamente a ser modificado en base al art. 52 de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, a efectos de venirse a indicar que quedan afectos al cumplimiento de las normas de conducta quienes presten servicios de inversión, y sin concretar pues a los sujetos afectos al desempeño de esta facultad.

(60) Efectuando un estudio pormenorizado sobre los citados deberes *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, pp. 272 a 276, y CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor...”, *op. cit.*, pp. 671 y 672.

Asimismo, y junto a aquellas, se sitúan los reglamentos internos de conducta, que serán para los intermediarios de obligatoria aplicación en aras de regular las actuaciones de sus consejeros, directivos, empleados y apoderados a efectos de garantizar el cumplimiento de las normas de conducta que pudiese establecer el Ministerio de Economía, o con su autorización la CNMV (art. 78.2 LMV), y que se elaboren medidas concretas tendentes a garantizar el cumplimiento de lo dispuesto en el Título VII de la LMV, y en sus normas de desarrollo, y de tal forma pues que se contemplen unas cautelas referentes a las operaciones que éstos efectuasen por cuenta propia, dirigidas a que se realizasen con la mediación de la entidad para la que trabajan y para que no generasen conflictos de intereses ni empleasen la información obtenida por la entidad.

De este modo, y ante la sujeción bancaria a estas normas de conducta, las consecuencias de mayor relevancia que permiten derivarse de la interacción son las siguientes:

1.^º La tradición anglosajona a la que nuestro sistema se acogió por influjo francés no fue la derivada de un ordenamiento británico que, basado en fórmulas autorreguladoras, dejaba a los operadores la regulación de la actividad de los intermediarios y del mercado desde el respeto de las reglas dictadas por la *Securities and Investment Board (SIB)* y las establecidas por la *Financial Services Act* de 1986 y sus disposiciones de desarrollo. Pero tal influencia sí que vino fundamentada en un sistema estadounidense que partía de la primacía de la ley como fórmula más idónea para la regulación del mercado, y que permitía ejercer una cierta autodisciplina por los operadores⁽⁶¹⁾. Así pues, se configuró en nuestro ordenamiento jurídico, en aras de garantizar el correcto funcionamiento de un mercado ya desregulado, un equilibrio entre la regulación, esto es, la normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y la libertad, es decir, la disciplina interna de los operadores financieros que facultaba la presencia de unas normas autorreguladoras que reforzaban la idea de profesionalidad en el sector. Así pues, lo anterior nos sitúa en presencia de la adscrip-

(61) De este modo, y siguiendo para ello a SALINAS ADELANTADO, C., “Desregulación y norregulación en el mercado de valores”, *RDM*, núm. 224, 1997, pp. 743 a 747; RABITTI, G.L., “Il conflitto di interessi tra investitori e brokers-dealers nell’esperienza anglo-americana.”, *Rivista delle società*, núm. 1, 1989, p. 461; MOTTI, C.: “La specializzazione degli intermediari finanziari: il modello britannico”, *Riv. Dir. della Banca e del Mercato Finanziario*, 1988, pp. 209 y 210, queda de manifiesto que mientras que en el sistema británico se da preponderancia a los operadores aunque bajo la vigilancia estatal al funcionar mediante un esquema de pirámide invertida donde es la autorregulación la que ostenta un papel preferente al pretenderse que sean los *rule books* que se dan por los propios operadores y la capacidad de regulación propia conferida a la *Self Regulating Organisation (SRO)* los que regulen la actividad de los intermediarios y del mercado, en el sistema estadounidense, se apoya el peso sobre una supervisión estatal que, controlada y vigilada por la *Securities Exchange Commission (SEC)* y matizada con una cierta participación de los intermediarios y mercados tal como muestran las facultades otorgadas a la *National Association of Securities Dealers (NASD)*, generadora así de las *rules of fair practice*, al operar mediante una organización típica piramidal donde la Ley está en la cima del sistema y es la que contiene los principios básicos de forma, son las demás normas un desarrollo de sus contenidos, por lo que si la regla general es la regulación estatal, en la base existe algún ámbito para la autorregulación.

ción de las entidades de crédito en la realización de operaciones en el mercado de valores a un sistema mixto frente al reglamentado carácter que ostenta el sistema bancario. De esta forma, se pone de manifiesto que en ambos sectores del mercado financiero son normas estatales las que controlan y regulan de forma heterónoma los mercados, al primar en el mercado de valores la regulación estatal —sin perjuicio de las normas autonómicas que se pudiesen dictar para regular y organizar a los mercados autonómicos de deuda pública en anotaciones (art. 55.6 de la LMV)— frente al reducido papel que desempeña la autorregulación⁽⁶²⁾. Pero, ahora bien, es en esta autorregulación donde se muestra que queda ampliado el ámbito de autocontrol de las entidades de crédito, debido a que si bien opera análogamente desde el limitado ámbito otorgado a los intermediarios del mercado de valores y desde el sector crediticio mediante la adopción de códigos internos de conducta⁽⁶³⁾, resulta ampliado en las entidades de crédito en atención a su condición de miembros de un mercado secundario, así como por su participación en asociaciones profesionales que congreguen a los intermediarios del mercado de valores, al quedar la sociedad rectora de la que son socios, o la

(62) Partiendo de las distintas formas de reglamentación, siguiendo la clasificación efectuada por LLEWELLYN, D.T., “Competition and the Regulatory Mix”, *National Westminster Bank Quarterly Review*, agosto de 1987, p. 5 y ROSSI, G., “I mercati dell’investimento fra diritto ed economia”, *Rivista delle Società*, núm. 2, 1991, pp. 970 a 973, que las sistematizan dependiendo de su condición derivada de forma exclusiva del poder público y vinculada a la Ley, autorregulamentada, o mixta al combinar la disciplina interna con la normativa estatal, y considerando ubicada a la ordenación de nuestro mercado de valores en esta última, tal y como muestra VALENZUELA GARACH, F., *La información...*, *op. cit.*, p. 30, debe advertirse sin embargo que el autocontrol que ostentan los operadores es más bien escaso, y ello porque si bien partíamos de un sistema norteamericano, el influjo que de éste se originaba se efectuaba a partir de la interpretación que el sistema francés realizaba de aquél, y dado que en Francia es el Estado el que controla muy de cerca el funcionamiento de la bolsa, cuando se produjo la reforma de 1988, y se estableció como vértice del marco normativo a la LMV, no se sintió la necesidad de dar protagonismo a los propios operadores en el control y regulación de los mercados de valores, y constituyéndose un fuerte órgano de vigilancia y control estatal, esto es, la CNMV, no se dejó mucho ámbito para que pudiese ejercitarse un autocontrol por parte de las organizaciones profesionales (en este sentido *vid.* SALINAS ADELANTADO, C., “Desregulación y neorregulación...”, *op. cit.*, pp. 741 y 749). De este modo, cuando se originó la reforma a la LMV, en 1998, y no se aprovechó para introducir un mayor nivel de autorregulación, para KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *La Reforma de la Ley...*, *op. cit.*, pp. 141 y 142, se perdía así una vía óptima para hacer al mercado más competitivo, si bien a tal afirmación cabe objetarle que no pueden ser consideradas como opciones alternativas entre sí la regulación proveniente del estado y la concurrencia (en este sentido *vid.* REVELL, J., “The complementary nature of competition and regulation in the financial sector”, en AA.VV. (Dir. GARDENER, E.), *U.K. Banking Supervision*, Ed. Allen & Unwin, Londres, 1986, p. 161) tal y como se refleja desde un sector bancario en el que las entidades de crédito al aumentar las libertades de su actividad, se vieron reforzadas sus tradicionales reglas de prudencia desde un amplio control y supervisión de las autoridades, y se aumentaron en favor de la clientela la gama de servicios y de concurrencia entre los intermediarios, además de que mejoraron en éstos la relación entre el riesgo y el rendimiento.

(63) Sobre los códigos de conducta de los directivos de los bancos *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación...”, *op. cit.*, p. 340, nota 46.

agrupación en la que se coligan, legitimadas para elaborar los reglamentos internos de conducta aplicables a sus miembros⁽⁶⁴⁾.

2.º Las normas de conducta contempladas en el Título VII de la LMV, las contenidas en el código general de conducta y las que, como contenido de los reglamentos internos de conducta, impliquen una aplicación de la LMV, o de su normativa de desarrollo, son normas de ordenación de inequívoca naturaleza obligatoria, que basadas en el poder de coacción del estado y distinguiéndose así de otras formulaciones morales o de los códigos éticos internos⁽⁶⁵⁾, ni exceden de lo disciplinario ni tienen por objeto actos concretos o negocios jurídicos individualmente considerados. No obstante, si bien tales disposiciones no se podrían configurar como una normativa contractual, sí que denotan una incidencia en las relaciones individuales entre el intermediario y el cliente de forma indirecta. Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar el desarrollo de la intermediación misma mediante la imposición de obligaciones puntuales derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos viene a significar una vulneración de los preceptos legales que limitan el principio de libertad de contratación para prevenir actuaciones desprovistas del principio de buena fe en la contratación, y para compeler de forma expresa a que sean respetadas las normas de conducta contempladas en el art. 78 de la LMV, pudiéndose ir así más allá de la sanción administrativa. De esta manera, con el sometimiento de las entidades de crédito a estas disposiciones administrativas del mercado de valores contempladas por la LMV, así como en su normativa de desarrollo, se podría generar de nuevo el debate sobre hasta qué punto el sistema de fuentes del derecho bancario contractual resultaría por ello alterado, llegándose de esta forma a la conclusión —en análogo sentido que la planteada para las normas de relación con la clientela con alcance contractual— de que tal circunstancia no implica una modificación del

⁽⁶⁴⁾ De este modo, y en particular, la sociedad rectora de la bolsa de Madrid aprobó dos textos dirigidos a configurarse como códigos de conducta internos, de un lado mediante la Circular 4/1992, de 20 de mayo, sobre el código general de la bolsa de Madrid, que resultó derogada y sustituida por el reglamento general de conducta de la bolsa de Madrid de 30 de noviembre de 1993 y, de otro lado, la Circular 5/1992, de 20 de mayo, sobre normas para la realización de operaciones por parte del personal de la citada sociedad, que también fue derogado y sustituido por el reglamento interno de conducta del personal de la sociedad rectora de la bolsa de Madrid de 30 de noviembre de 1993.

⁽⁶⁵⁾ En efecto, los documentos internos de la entidad que no se configurasen como aplicación de la LMV, o de su normativa de desarrollo, no podrían ser denominados como normas de ordenación y disciplina al no acoger la noción contemplada por el art. 95.2 LMV, a las que define como “*las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 de esta Ley o a la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el núm. 2 del mismo y que sean de obligada observancia de las mismas*”, ni por ello podrá tampoco considerarse que con su incumplimiento se incurra en una responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el Capítulo II del Título VIII de la LMV, tal y como ya indicó TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación...”, *op. cit.*, pp. 340 y 341 y ha sido seguido por CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor...”, *op. cit.*, p. 676.

sistema de fuentes bancario, al no afectar aquellas normas de forma directa a las relaciones contractuales, y sólo incurrir indirectamente, esto es, de una forma subordinada a la normativa general de los contratos.

3.º La utilización de la información privilegiada se ha constituido históricamente como el cauce de las conductas más gravemente lesivas para el correcto funcionamiento del mercado de valores⁽⁶⁶⁾, al significar un verdadero hurto, ya que el beneficio logrado por quienes han utilizado este tipo de información ha sido a costa de quienes no han tenido acceso a ella, a la cual tenían derecho por ser de público interés para los inversores⁽⁶⁷⁾. De esta forma, para evitar tales conductas y favorecerse con ello la contratación en un régimen de transparencia, el uso de tal información privilegiada es objeto de tipificación administrativa [art. 99.o) de la LMV], permite ejercitar a la contraparte una acción dirigida a la indemnización de los daños y perjuicios causados al amparo del art. 1902 CC⁽⁶⁸⁾ y puede además materializarse en el tipo delictivo contemplado en el art. 285 de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, ante la especial gravedad que pudiese detentar por el beneficio alcanzado o por el perjuicio ocasionado.

Pero también las normas de conducta han venido a establecer, junto al deber de secreto y salvaguarda de determinadas informaciones relativas a los mercados de valores⁽⁶⁹⁾, una exigencia de abstención en la utilización de información privilegiada, que de procedencia norteamericana derivada de la teoría de la eficiencia del mercado, y contando con una armonización comunitaria obligatoria a partir de la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas rela-

(66) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “*Derecho del mercado...*”, *op. cit.*, p. 280.

(67) En este sentido *vid.* MELÉ CARNÉ, D., “Aspectos éticos de los mercados de valores...”, *op. cit.*, p. 494.

(68) Insinuando este mecanismo con anterioridad a la LMV, se pronunciaron SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J., “El abuso de información privilegiada (‘insider trading’ y operaciones de iniciados)”, *RDBB*, núm. 28, 1987, p. 781, y posteriormente, corroborándolo, se manifestó MARTÍNEZ FLÓREZ, A., “En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores”, *RDM*, núm. 217, 1995, pp. 972, 975, 979 y 980, al observar que cuando el sujeto utilizaba una información privilegiada se producía un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a éstos en él si la información no pública se hubiera incorporado ya a las cotizaciones, se originaba una relación de causalidad observada no sólo por la teoría de la equivalencia de las condiciones en la fórmula *conditio sine qua non* y mediante la teoría de la condición ajustada a las leyes de la experiencia, y se ocasionaba objetivamente una imputación del resultado dañoso a dicha conducta.

(69) Este deber, que, contemplado en el art. 81.4 de la LMV, se impone a todas las personas o entidades que actuasen en los mercados de valores o ejercieran actividades relacionadas con ellos, así como en general a cualquiera que tuviese información privilegiada, tiene por objeto salvaguardar los datos e informaciones que tuviesen.

tivas a las operaciones con información privilegiada⁽⁷⁰⁾, delimita al círculo de sujetos obligados de una forma subsidiaria a su propia definición, y de este modo a una condición de iniciados (*insiders*), referida a los que disponen de alguna información privilegiada, esto es, vinculada a datos concretos concernientes a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV, o a uno o varios emisores de los citados valores o instrumentos financieros que no se hayan hecho públicos y, que de haberse hecho, hubieran influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación⁽⁷¹⁾, a los que exige que se abstengan de ejecutar por cuenta propia o ajena la preparación o realización de cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiere, de comunicar dicha información a terceros, y de recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información (art. 81.1 y 2 de la LMV).

⁽⁷⁰⁾ Tal y como indicó GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al *Securities Law* de los Estados Unidos”, *Estudios de derecho bancario y bursátil...*, *op. cit.*, p. 985, el *insider trading* detenta su procedencia en un derecho estadounidense en el que se configura como principal norma de represión de las operaciones y prácticas incorrectas en el mercado de valores la *Rule 10b-5* promulgada en 1942 por la SEC, en virtud de la habilitación contenida en la Sección 10 de la *Securities Exchange Act* de 1934 y en el que, si bien se planteó una importante discusión acerca de la utilidad y de los perjuicios del *insider trading* a partir de la obra de MANNE, H., *Insider Trading and the Stock Market*, Ed. Free Press, Nueva York, 1966, p. 167, al considerar que el *insider trading* producía efectos beneficiosos de carácter general desde una argumentación económica, tal y como muestra MARTÍNEZ FLOREZ, A., “El status quaestionis sobre el *insider trading* en el derecho federal de los EE.UU.”, *RDM*, núm. 202, 1991, p. 805, tanto el Congreso, como la SEC, como la mayoría de la doctrina, han enfatizado reiteradamente la injusticia y la inmoralidad del *insider trading* como un argumento decisivo en favor de la represión. Pero fue no ya sólo el modelo francés el que, partiendo del modelo norteamericano, aunque abordando el tema desde una perspectiva diferente, terminó por superarlo (*vid.* HERNÁNDEZ SAINZ, E., “La prohibición de los abusos de información privilegiada en el derecho del mercado de valores francés”, *RDBB*, núm. 71, 1998, p. 750), sino también el británico, al configurar un modelo de prohibición legal amparado en sanciones suficientemente disuasorias que posteriormente han sido objeto de armonización para las legislaciones de los estados miembros, tal y como indicó ZURITA, J., “El régimen español sobre *insider trading* y la propuesta de directiva comunitaria”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la CEE, Estudios en Homenaje al Pf. José Girón Tena*, Ed. Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, Madrid, 1991, p. 1251, frente a una autorregulación no muy eficaz defendida por Alemania.

⁽⁷¹⁾ De este modo, se observa cómo la LMV define de forma objetiva a la información privilegiada en su art. 81 y así, de forma parecida a la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, y en análogo sentido con el concepto francés, donde la labor del legislador y los tribunales, así como la labor rectora de la COB, dio como resultado un único concepto que ha ido ensanchando sus fronteras para abarcar las nuevas situaciones que surgen en la realidad, y por el cual ya no se analiza desde la perspectiva subjetiva de quien posee la información como lo hacían previamente, sino de manera objetiva al definirlo, tal y como muestra HERNÁNDEZ SAINZ, E., “La prohibición de los abusos de información privilegiada en el derecho del mercado de valores francés...”, *op. cit.*, p. 772, como el conjunto de datos que permiten ampliar los conocimientos que se tienen sobre una materia determinada.

Pero donde el *insider trading* cobra más fuerza es en la actividad intermediadora de la banca⁽⁷²⁾. Esto se debe a que la multifuncionalidad de las entidades de crédito le asigna una estratégica y privilegiada posición dentro del proceso de reasignación de los recursos de la economía que les configura como el centro natural en el que se vienen a acumular los datos y las noticias que interesan a las empresas, lo que les permite tener una información susceptible de ser utilizada en su favor y en contra de los intereses de los ahorradores e inversores últimos de ésta, por lo que para salvaguardar su reputación, superar las desconfianzas, y así otorgar una adecuada protección al inversor, se requiere encontrar un correcto equilibrio entre la desespecialización del intermediario y su actuación de modo desinteresado, que pueda prevenir los conflictos susceptibles de originarse. De este modo, la solución comenzó a abordarse por el ordenamiento estadounidense a partir de los años 60 en relación con la separación organizativa interna de las distintas actividades de los intermediarios especializados en el mercado de valores, dado que el amplio elenco de actividades que eran capaces de efectuar, al poder operar como *brokers* (negociadores por cuenta ajena), *dealers* (compradores por cuenta propia), *market makers* (negociadores sistemáticos de un determinado valor con el objeto de hacer mercado) y *underwriters* (suscriptores de valores de nueva emisión pendientes de colocar aún en el mercado), podía generar conflictos, por lo que derivadas directamente de la represión del *insider trading*, con los mecanismos de separación interna se respondía a la exigencia de evitar la utilización abusiva de información reservada en el interior de su estructura, desarrollándose así un sistema de barreras que, denominadas como *chinese walls*, debían establecerse con el fin de evitar el paso de información y garantizar la separación entre las actividades, estableciendo de esta forma un suficiente grado de confidencialidad. Posteriormente, esta separación organizativa vino reanudada en el ámbito de la legislación europea por el ordenamiento inglés, en el cual las *chinese walls* asumieron una posición trascendente sobre la disciplina de la *Financial Services Act* de 1986, si bien no desde una fórmula rígida, al limitarse a definir las y dejando a la autonomía del singular intermediario la elección de la estructura interna⁽⁷³⁾. Además, también resultó asumida desde Francia mediante una

(72) En este sentido *vid.* VALENZUELA GARACH, F., *La información en la sociedad anónima...*, *op. cit.*, p. 271; BENGOCHEA, J. y PIZARRO, J., “Las nuevas fronteras del negocio bancario”, *PEE*, núm. 54, 1993, p. 103; LÓPEZ PÉREZ, N., “Introducción al contrato de gestión de cartera de valores”, en AA.VV. (Coord. DEL POZO CARRASCOSA, P. y DÍAZ MAYOR, M.), *Contratación bancaria. Jornadas celebradas en Tarragona el 6 y 7 de Marzo de 1997*, Ed. Marcial Pons, Barcelona, 1998, p. 482; y desde la perspectiva italiana *vid.* BUONOMO, D., “Attività bancaria e ‘insider trading’”, *BBTC*, núm. 1, 1992, p. 138; POSER, T., “Chinese wall or emperor’s new clothes?”, *Company Lawyer*, 1988, p. 121.

(73) Pronunciándose sobre las *chinese walls* en el sistema estadounidense y británico *vid.* HERZEL, L. y COLLING, P., “The chinese wall revisited”, *Corporate Law Review*, 1983, p. 126; POSER, T., “Chinese walls in the U.S.A. and the U.K.”, *Review of Securities and Commodities Regulation*, núm. 21, 1988, p. 208; MCVEA, H., *Financical conglomerates and the chinese walls*, Ed. Clarendon Press, Oxford, 1993; JONES, C., “How to Avoid Insider Dealing”, en AA.VV., *The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance*, Ed. Blackwell, Izford, 1994, p. 496; CHESINI, G., *Il sistema finanziario del Regno Unito. Evoluzione della regolamentazione*, Ed. Università degli studi di Verona. Istituto di studi industriali, bancari e del terziario “G. Panati”, Padua, 1994, pp. 226 y 227.

disciplina muy genérica y semejante a la británica⁽⁷⁴⁾, Alemania, como una medida de efectivo autocontrol⁽⁷⁵⁾, e Italia, que por contra lo hizo desde una disciplina muy analítica, donde la materia de la separación organizativa quedaba expresamente contemplada por la ley y predeterminada por el órgano de control de la entidad que establece los criterios contables y organizativos que aseguran la separación⁽⁷⁶⁾, mientras que, si bien desde el derecho comunitario se ha establecido que sólo se requiere que la empresa de inversión sea estructurada y organizada de un modo tal que reduzca al mínimo el riesgo de lesión de los intereses de los clientes, y aunque establece que las normas de organización interna son de exclusiva competencia con respecto del estado de origen, consiente al país hospedante que imponga en la constitución de una sucursal sus propias reglas de organización interna⁽⁷⁷⁾.

Asimismo, en nuestro país, con el fin de hacer posible la individualización de los sujetos responsables en relación a sus distintos ámbitos de intervención en el mercado y prevenir el flujo informativo dentro de todas las entidades que prestasen servicios de asesoramiento o actuasen en el mercado de valores, se impuso como criterio organizativo de particular eficiencia, antes que de conducta⁽⁷⁸⁾, la exigencia de configurar unas

(74) En este sentido *vid.* BRAC DE LA PERRIER, J., “Rapport sur la déontologie”, *Bulletin COB*, núm. 212, 1988, pp. 32 a 47; ANDERLONI, L., “Banche e mercati mobiliari in Francia”, en AA.VV., *Banche e mercati mobiliari (teoria ed esperienze europee)*, Ed. Egea, Milán, 1992, pp. 315 a 320.

(75) En relación con el establecimiento de las citadas barreras en sistema alemán *vid.* KOLLER, L., “33 Wphg: Verbot von Insidergeschäften”, en AA.VV., *Wertpapierhandelsgesetz*, Ed. Otto Schmidt, Colonia, 1995, p. 489.

(76) En relación con la disciplina italiana de las *chinese walls* *vid.* ANNUNZIATA, F., “Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni”, *BBTC*, núm. 1, 1995, pp. 644, 645, 647 y 652; ENRIQUES, L., “Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica”, *BBTC*, núm. 1, 1996, pp. 676 y 678; CAPRIGLIONE, F., “Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell’intermediazione finanziaria”, en AA.VV. (C. FERRARI, ed.), *La regolamentazione giuridica dell’attività economica*, Ed. Giuffrè, Milán, 1987, p. 207.

(77) En efecto, de este modo y con la finalidad de evitar los posibles conflictos que pudiesen originarse entre las reglas aplicables entre los países hospedantes y de origen, dado que de aquellos se aplicarán las normas de comportamiento y de éstos las de organización interna, en base al art. 10 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, se consiente que en el caso de que el estado miembro de origen no impusiera la creación de *chinese walls*, pero tal conminación sí la estableciera el país hospedante, deberá finalmente exigirse en la constitución de la sucursal dicha regla de organización interna, y en el caso en el que el estado miembro de origen impusiera la creación de las *chinese walls*, pero tal imposición no la estableciera el país hospedante, el intermediario será libre de organizar la sucursal sin establecer mecanismos de separación, esto es, el estado hospedante dará a la empresa la facultad de que instituya o no la *chinese wall*.

(78) Efectuando la citada advertencia *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, p. 276; CAPRIGLIONE, F., “Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell’intermediazione finanziaria...”, *op. cit.*, p. 207.

barreras internas que, denominadas como murallas chinas⁽⁷⁹⁾, asegurasen que la información derivada de estas actividades no estuviese al alcance directo o indirecto del personal de la propia entidad que trabaja en otro sector de la actividad (art. 83 de la LMV), de manera que cada función sea ejercitada de forma autónoma y se evite así la comunicación de divisiones o áreas operativas susceptibles de generar conflictos. Así pues, y al quedar afectas a esta segmentación de la actividad las entidades de crédito, su estructura interna resulta transformada, si bien no puede quedar por ello cuestionada su polifuncionalidad, al no aparecer alterada la unitariedad del sujeto, ni la concentración de funciones que disminuyese sus competencias⁽⁸⁰⁾.

IV. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

La infracción de las normas de ordenación y disciplina tanto desde el mercado de valores como desde el sector crediticio da lugar a una responsabilidad administrativa, que basada en las facultades coercitivas detentadas por las autoridades supervisoras de las entidades financieras en aras del interés público que justifica la intervención, y concretada mediante un régimen de infracciones y sanciones, opera como un cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas⁽⁸¹⁾. De esta forma, se permite observar una homogeneización en la materia financiera derivada de las similitudes existentes entre ambos sectores del mercado financiero que quedan reflejadas en aspectos como la configuración de la potestad sancionadora administrativa de forma independiente con respecto a la penal⁽⁸²⁾, la determinación de la naturaleza de las sanciones

(79) Efectuando un pormenorizado estudio de éstas *vid.* SALA I ANDRÉS, A.M., “La regulación de las ‘murallas chinas’: una técnica de prevención de conflictos de interés en el mercado de valores español”, *RDBB*, núm. 81, 2001, pp. 49 a 83.

(80) Pronunciándose en este sentido *vid.* ANNUNZIATA, F., “Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni”, y *BBTC*, núm. 1, 1995, pp. 639 y 640; BENGOCHEA, J. y PIZARRO, J., “Las nuevas fronteras del negocio bancario...”, *op. cit.*, p. 103.

(81) Remarcando esta consideración en relación con el régimen de infracciones y sanciones crediticio *vid.* FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., “El ordenamiento crediticio y bancario español: reflexiones después de la crisis”, *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención...*, *op. cit.*, p. 22.

(82) La norma del art. 96 de la LMV se articula sobre un esquema de regla-excepción que permite la compatibilidad de sanciones administrativas y penales, por lo que hace surgir la duda sobre si queda con ello superada la exigencia de un principio *non bis in idem* que impide —según la STC de 30 de enero de 1981— que recaiga duplicidad de sanciones administrativas y penales en los casos en que se aprecie la identidad del sujeto, hecho y fundamento, dado que muchas de las infracciones mencionadas en la LMV están incursas en tipos penales al tener especial aplicación los delitos de estafa (art. 248 del CP), de apropiación indebida (art. 252 del CP), de información privilegiada (art. 285 del CP) y de maquinaciones para alterar el precio de las cosas (art. 284 del CP), si bien, y siguiendo a JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho público del mercado de valores*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1989, p. 180, se puede considerar que tal conclusión puede parecer apresurada porque el ordenamiento jurídico público del mercado de valores y la autoridad del mismo, esto es la CNMV, están abocados a hacer de estos bienes jurídicos su misma *ratio esendi*, lo cual nos coloca en una perspectiva bien distinta de la de otros sectores del ordenamiento y por supuesto de la genérica que

análogamente en muy graves, graves y leves, la constancia de la sanción en el correspondiente registro administrativo a cargo de la autoridad o en el registro mercantil en el caso de sanciones de suspensión, separación y separación con inhabilitación, la comunicación a la inmediata junta general que se celebre de la sanción a la persona jurídica, o la publicación una vez que sea firme en vía administrativa la sanción muy grave en el Boletín Oficial del Estado⁽⁸³⁾. Pero además, tal uniformidad también permite derivarse de las remisiones efectuadas a la LDIEC, no ya sólo desde el art. 107 de la LMV, al declarar el uso de sus medidas de intervención y sustitución, sino también desde el art. 98 de la LMV, en lo concerniente al régimen de prescripción de las sanciones (art. 7 de la LDIEC), a los elementos a tener en cuenta para la valoración de la sanción aplicable (art. 14 de la LDIEC), a los criterios sobre imputabilidad de las infracciones muy graves o graves a quienes ejerzan en la entidad cargos de administración o dirección (art. 15 de la LDIEC), a la designación de administradores para continuar con la administración (art. 17 de la LDIEC), así como a la aplicación de las especialidades procedimentales resultantes de los arts. 21 a 24 de la LDIEC, sobre un procedimiento sancionador que ya se adecua a los principios contemplados en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del régimen jurídico de las administraciones públicas y del procedimiento administrativo común y a la remisión reglamentaria que para la disciplina de los mercados financieros se establece en el RD 2119/1993, de 3 de diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros⁽⁸⁴⁾, superando de esta forma la remisión que inicialmente hacía la LMV, a través de la LDIEC, sobre la derogada Ley de procedimiento administrativo de 1958.

Ante tales aproximaciones, cuando las entidades de crédito incurriesen en las conductas tipificadas en el Título VIII de la LMV se podría considerar que, salvo ciertas especialidades derivadas de los rasgos propios del sector y concernientes a la confección de las listas de infracciones y a las sanciones que cabe imponer, no se originaría una modificación con respecto a lo establecido en la normativa ordenadora y disciplinaria crediticia para la aplicación de aquellas disposiciones.

No obstante, sí que son susceptibles de plantearse respecto de la interacción divergencias en determinados aspectos que requieren de un adecuado análisis, dado que:

1.º Se contempla desde el mercado de valores que se ha procedido con criterios de asimilación al sector crediticio en la aplicación del régimen sancionador a los que ejercen cargos de administración o dirección. En efecto, originariamente la LMV

contempla el Código Penal. De este modo, la LMV ha querido ser lo mismo que el derecho bancario (art. 2 de la LDIEC), al ser bien diferentes la situación subyacente y la tradición de que pueden blasonar. A fin de cuentas no puede decirse que la LMV sea inconstitucional, pero sí que se sitúa en el límite mismo de las posibilidades del legislador.

⁽⁸³⁾ Cfr. los primeros apdos. de los arts. 99, 100, y 101 de la LMV, con el art. 3 de la LDIEC, así como los apdos. 2 a 6 del art. 98 de la LMV, con los apdos. 1 a 5 del art. 27 de la LDIEC.

⁽⁸⁴⁾ Efectuando un estudio sobre el citado procedimiento *vid.* DEL CAÑO PALOP, J.R., “Procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros (Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre)”, *RDBB*, núm. 52, 1993, pp. 1225 a 1232.

consideró como sujeto infractor por excelencia a las personas jurídicas, y previó solamente la sanción a las personas físicas cuando hubiesen actuado por cuenta propia, o excepcionalmente cuando hubiesen intervenido por cuenta de una entidad supervisada. Fue posteriormente, a partir de la Ley 3/1994, de 14 de abril, cuando las personas físicas y jurídicas quedaron en posición de igualdad a los efectos de la aplicación del régimen sancionador⁽⁸⁵⁾. Pero, dado que la determinación de la responsabilidad de las personas físicas sancionables se realiza mediante la remisión expresa que el art. 98 de la LMV efectúa con respecto a un art. 15 de la LDIEC en el que se determina no ya sólo una imputación que requiere una comisión dolosa o culposa inspirada del orden penal y de aplicación al derecho administrativo sancionador, al ser ambas manifestación del orden punitivo estatal del art. 25 de nuestra Constitución⁽⁸⁶⁾, sino también la viabilidad de una doble sanción diferenciada y acumulada donde el sujeto de la infracción no lo es por faltas que le son ajenas, sino que le son propias al derivarse de una conducta carente del correcto cumplimiento de sus deberes⁽⁸⁷⁾, y ante la que si bien se

(85) Efectuando la citada apreciación *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos...”, *op. cit.*, p. 95.

(86) De este modo queda de manifiesto que no hay sanción sin culpabilidad, por lo que se excluye una responsabilidad objetiva que si bien tuvo una vacilante acogida inicial en nuestra jurisprudencia, como se muestra con la STS de 20 de junio de 1978, fue a partir de las SSTs de 24 y 25 de enero de 1983 cuando se produjo una decidida tendencia en favor de la necesidad de probar el dolo o culpa en materia de infracciones administrativas hasta que finalmente llegó a consolidarse, considerándose así inadmisibles desde el derecho administrativo sancionador una responsabilidad sin culpa (en este sentido *vid.* las SSTs de 26 de abril de 1990, 10 de diciembre de 1991 y 17 de octubre de 1994) que también, y desde el ámbito contencioso-administrativo en materia de infracciones de la normativa del mercado de valores, resultó acogida, tal y como se hizo notar desde la Audiencia Nacional en sus Sentencias de 9 de marzo de 1998, 23 de abril de 1998 y 9 de julio de 1998, si bien teniendo en cuenta que la diligencia exigida en estos casos al administrador era la debida a su profesionalidad, y de este modo, la exigida a un ordenado empresario, requiriéndosele así una prudencia, cuidados y atenciones, muy superiores a las del hombre medio, tal y como lo han indicado las SS. de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1997, 19 de junio de 1997 y 14 de mayo de 1998.

(87) De esta forma nos oponemos a la tesis mantenida por QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Responsabilidad administrativa en la reciente legislación de crédito, seguro y mercado de valores: algunas cuestiones sustantivas”, *RDBB*, núm. 34, 1989, p. 315, que estimaba que estas sanciones personales a los administradores o directores lo son por faltas ajenas y no propias, dado que de mantener esta teoría no ya sólo se estaría obrando en contra del principio de personalidad de las penas, tal y como han indicado SUAY RINCÓN, J., “Artículo 12”, *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención...*, *op. cit.*, p. 66 y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., *La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos...*, *op. cit.*, p. 96, y que también se ha visto respaldado desde el Tribunal Superior de Justicia de Madrid, en su Sentencia de 11 de mayo de 1995, sino que además no permitiría interpretar en su correcto sentido a las excepciones contempladas en el art. 15.2 de la LDIEC, dado que la falta de imputación por la sanción cuando “no hubieran asistido por causa justificada a las reuniones correspondientes o no hubiesen votado en contra”, así como “cuando dichas infracciones sean exclusivamente imputables a comisiones ejecutivas, consejeros-delegados, directores generales u órganos asimilados u otras personas con funciones en la entidad” pone de manifiesto que la inculpa se debe a la asunción de las responsabilidades, por no haber obrado adecuadamente en el ejercicio de sus deberes.

aprecia una considerable falta de claridad en la norma respecto a las hipótesis de atribución de responsabilidad administrativa que contempla, la CNMV vino a considerar que, aunque la apreciación de la sanción acumulativa no era necesaria con carácter general, la responsabilidad de las personas físicas que ocuparan cargos de administración o dirección debía vincularse a la especial gravedad de la infracción y al carácter doloso de la conducta⁽⁸⁸⁾.

Pero es en la categoría delimitadora de los sujetos afectados por este régimen sancionador donde surge la desavenencia. Esto se debe a que, si bien sistemáticamente se venía integrando por una fórmula que vinculaba a los cargos de administración, a los miembros de sus órganos colegiados de administración, así como a sus directores generales o asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollasen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de éste, desde el sector bancario se formulaba una expresa remisión a las personas que dirigiesen sucursales extranjeras y a los que ostentasen cargos de administración o dirección en la entidad dominante del grupo (art. 1.4, apdo. 1 y 2 de la LDIEC), mientras que desde el sector del mercado de valores se efectuaba una precisa referencia a quienes ostentasen de hecho cargos de administración o dirección (art. 95 de la LMV). De esta forma se planteaba pues la controversia sobre si cuando las entidades de crédito operaban en el mercado de valores los sujetos que quedarían afectos a la responsabilidad administrativa desde la condición de administradores o directores serían distintos a los que quedarían vinculados por la realización de actividades crediticias. La solución permite ser observada atendiendo a la *ratio* de tales manifestaciones legislativas, dado que si se estima que la finalidad pretendida es proceder a la asimilación de la noción tradicional de administrador con respecto a los que aun desde distintas posiciones desarrollan funciones equiparables en alcance y contenido para generar un concepto en sentido amplio, funcional o material, diseñado para aplicar unitariamente una misma disciplina a quienes ostentan un ámbito de poder o decisión asimilables y que no se constituye como una tendencia novedosa en el terreno de la responsabilidad, puesto que en el derecho de sociedades y en relación con la responsabilidad civilística existe también la tendencia a someter a los directores generales al mismo régimen de responsabilidad que el de los administradores. De este modo, y pese a las dificultades formales que se puedan presentar, la extensión del régimen de responsabilidad se apoya tanto en la asimilación de funciones reales que realicen los administradores y directores, y que requiere de una identidad en el trato, como en la necesidad de buscar a quien, al margen del título formal con el que se opera, ejerce los poderes y adopta las decisiones que resultan perjudiciales para la entidad. Así pues, la asimilación citada ha de latir también en favor de los específicos supuestos contemplados tanto desde el ámbito crediticio como desde el del mercado de valores, y de esta forma ha de equipararse la delimitación de los sujetos que a efectos disciplinarios resultan vinculados a la respon-

⁽⁸⁸⁾ Vid. informe anual de la CNMV de 1997, pp. 60 y 61.

sabilidad administrativa⁽⁸⁹⁾ sin realizar distinciones dependientes de que el ejercicio de sus funciones sea efectuado en uno u otro sector.

2.º Derivado del principio de especialización de las entidades operantes en cada sector del mercado financiero, ante la necesidad de delimitar las materias para proceder a un adecuado reparto de competencias entre las distintas autoridades públicas de supervisión, desde el mercado de valores corresponde a la CNMV la incoación e instrucción de expedientes, la imposición de sanciones por infracciones graves y leves, la propuesta al Ministerio de Economía y Hacienda de la imposición de sanciones muy graves, salvo que se tratase de la revocación de la autorización, que corresponde al Consejo de Ministros (art. 97 LMV), así como el ejercicio de las funciones de control y supervisión (arts. 84 y 85 LMV)⁽⁹⁰⁾, mientras que desde el mercado crediticio es al Banco de España al que incumbe la incoación e instrucción de expedientes, la imposición de las sanciones graves y leves, la propuesta al Ministerio de Economía y Hacienda de la imposición de sanciones muy graves, salvo en los casos de revocación de la autorización de la entidad o cuando se tratase de la renuncia o revocación de las sucursales de una entidad extranjera, que corresponde al Consejo de Ministros (arts. 18 de la LDIEC y 4 de la Ley 3/1994, de 14 de abril), así como la realización de las actividades de control y supervisión (art. 43 bis de la LDIEC). De este modo, cuando fruto de la desintermediación financiera y la bancarización las entidades de crédito mostraron una actitud tendente a la desespecialización de sus actividades, extendiéndose hasta el mercado de valores, quedó de manifiesto que el problema del parabanuario era un problema de reparto de competencias entre los órganos supervisores del sistema financiero al poderse originar solapamientos entre el Banco de España, que podría legitimar su acción en la naturaleza que detentan dichas entidades, esto es, atendiendo a bases institucionales, y la CNMV, que podría fundamentar su competencia por el lugar donde se realizan las citadas operaciones, es decir, contemplando bases funcionales⁽⁹¹⁾. Así pues, y ante la posibilidad de que la concurrencia de las citadas competencias pudiese constituirse en un factor negativo perturbador del tráfico y de la

(89) En este sentido *vid.* QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Responsabilidad administrativa en la reciente legislación de crédito, seguro y mercado de valores...”, *op. cit.*, pp. 304 y 306.

(90) Sin perjuicio de las citadas competencias detentadas por la CNMV, y en base a los arts. 84.7 y 97.2 LMV, también corresponderán a las CC.AA., que las tengan atribuidas, las facultades de supervisión, inspección y sanción, así como las de designación en sus normas orgánicas distribuidoras de sus competencias en su ámbito interno de los órganos competentes que ejercerán las funciones de incoación, instrucción y sanción sobre las personas o entidades que actúen en los mercados secundarios de ámbito autonómico y en relación con las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en ellos.

(91) Advirtiendo la citada problemática desde nuestro ordenamiento *vid.* JIMÉNEZ-BLANCO, A., *Derecho Público del Mercado de Valores...*, *op. cit.*, p. 112; TAPIA HERMIDA, A.J., “Aspectos generales de las actividades parabancarias...” *op. cit.*, pp. 627, 638 y 641, y análogamente desde el sistema italiano, al considerar que el verdadero problema de fondo de lo parabanuario es un problema de relaciones entre el órgano de control del mercado de valores, esto es, la CONSOB, y el órgano de control de la banca, es decir, la Banca de Italia, *vid.* PORZIO, M., “Il concetto di attività bancaria e il parabanuario”, *BBTC*, núm. 1, 1987, p. 28.

seguridad jurídica que dificultase la efectividad de la actuación de los miembros del mercado⁽⁹²⁾, se ha hecho frente al nuevo desafío mediante la puesta en contacto entre las instancias de supervisión⁽⁹³⁾. Esta conexión se ha venido constituyendo mediante la exigencia de entablar relaciones de coordinación en sus funciones y que, garantizada por la presencia en el consejo de la CNMV del director general del Tesoro y del subgobernador del Banco de España, y a su vez por formar parte del consejo del Banco de España el vicepresidente de la CNMV y el director general del Tesoro, queda de manifiesto ante los conflictos que se pudiesen generar por adscribir al régimen de supervisión e inspección a cargo de la CNMV a las entidades de crédito en sus actuaciones relacionadas con el mercado de valores [art. 84.2.b) de la LMV] y por otorgársele al Banco de España facultades de supervisión e inspección sobre las actividades relacionadas con el mercado de valores que realizasen las entidades inscritas en los registros a su cargo (art. 88.1 de la LMV), dado que en caso de que se produjese una confluencia entre las citadas competencias, ambas instituciones deberán atender a coordinar sus actuaciones bajo dos principios. El primero de ellos establece que la tutela de la solvencia de las entidades financieras deberá recaer sobre la institución que mantenga el correspondiente registro y por el que de forma clara quedarían circunscritos al Banco de España los bancos, las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito (art. 43 de la LDIEC). El segundo de los principios viene a indicar que cuando se afectase al funcionamiento de los mercados de valores, la tutela corresponderá a la CNMV (art. 88.2 de la LMV)⁽⁹⁴⁾. Sin embargo, es en este último principio donde surge la controversia, dado que la introducción de un concepto tan sumamente amplio como lo es el del “funcionamiento de los mercados de valores” para la determinación de la

(92) Considerando que realmente esta perturbación se produce en nuestro mercado derivada de la confluencia de competencias en materia de supervisión *vid.* MARTÍ SÁNCHEZ, J., “Los miembros de las bolsas de valores...”, *op. cit.*, p. 808.

(93) Pronunciándose en análogos términos *vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma de los mercados de títulos en España”, en AA.VV., *Estudios de derecho bancario y bursátil...*, *op. cit.*, t. III, p. 2359.

(94) Análoga fórmula de distribución de competencias dirigida a evitar duplicidades de control aparece contemplada desde un sistema italiano que, abordando la cuestión como uno de los pasajes más difíciles y controvertidos que planteaban las actividades que las entidades de crédito llevasen a cabo en el mercado de la intermediación financiera no bancaria, vino a establecer —tal y como lo refieren BOLLINO, G., “L’attività parabancaria: esperienze e prospettive”, *Banca Impresa Società*, núm. 1, 1986, p. 144; SALANITRO, N., “La concorrenza nel settore bancario”, *BBTC*, núm. 4, 1996, p. 764; PIGA, F.: “Intervento”, *L’attività parabancaria...*, *op. cit.*, p. 357; GARCÍA PITA Y LASTRES, J.M., “Estudios del Banco de Italia sobre intermediación financiera no bancaria y grupos bancarios plurifuncionales”, *RDBB*, núm. 37, 1990, p. 207; ANNUNZIATA, F., “Intermediazione mobiliare e agire disinteressato...”, *op. cit.*, pp. 634 a 639; CAPRIGLIONE, F., “Evoluzione tecnica...”, *op. cit.*, p. 48— una neta repartición en el ámbito de los controles públicos en base a un criterio que respetaba las posiciones institucionales propias de cada uno de ellos, al otorgar a la Banca de Italia la prevalencia sobre los controles en materia prudencial y de organización administrativa y contable en relación con la finalidad del contenido del riesgo y la estabilidad patrimonial, y a la CONSOB la preponderancia sobre los controles de transparencia en la actividad contractual y sobre el funcionamiento del mercado en aras de evitar cambios de competencia difícilmente justificables.

competencia en favor de la CNMV permite reflejar una supremacía genérica de ésta sobre el Banco de España que podría originar en buena medida su ineficacia, puesto que tal intención no parece ser lo verdaderamente querido por la LMV⁽⁹⁵⁾. En efecto, se permite poner de manifiesto esta voluntad dado que se le otorga al Banco de España una esfera de competencias propias y no subordinadas a aquella en el ámbito del mercado de deuda pública en anotaciones al configurarlo como su organismo rector⁽⁹⁶⁾, y puesto que es la coordinación entre los órganos supervisores, de igual modo que acontece en el ámbito europeo, donde la coordinación y el intercambio de información se constituye en el único mecanismo válido por el que cuando se extiendan las actividades más allá de las fronteras nacionales de donde radique la entidad puedan solventarse los conflictos de competencias derivados de la ausencia de un único supervisor⁽⁹⁷⁾, así como desde el internacional, al ser ésta la tendencia acogida por los reguladores y supervisores mundiales en sus foros de debate⁽⁹⁸⁾, la fórmula que prevalentemente acoge nuestro legislador al requerir de un informe preceptivo y previo del Banco de España para la imposición de la correspondiente sanción a una entidad de crédito operante en el mercado de valores por la vía contemplada en el art. 97 de la LMV, al establecer que se suministren mutuamente toda clase de informaciones sus-

(95) De este modo seguimos la posición doctrinal mantenida por NIETO CAROL, U., *El mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 233, y nos oponemos así a las consideraciones que estiman que en el ámbito parabancario los criterios de supervisión se configuran atendiendo a bases funcionales, tal y como indica CUERVO GARCÍA, A., “La banca española ante su futuro: consideraciones estratégicas”, en AA.VV. (Coord. FERNÁNDEZ, A.I.), *La banca española de los noventa*. Ed. Colegio de Economistas de Madrid, Madrid, 1990, p. 51.

(96) En este sentido *vid.* las competencias que ostenta el Banco de España circunscritas al mercado de deuda pública en anotaciones dada su condición de organismo rector de éste (art. 55.2 de la LMV) en la Disposición Final núm. 2 de la Orden de 25 de octubre de 1995, en relación a sus facultades de desarrollo normativo, en el art. 4 de la Orden de 25 de octubre de 1995 en atención a la colaboración normativa que ostenta con respecto a la CNMV, así como en los arts. 4 y 5 de la Orden de 25 de octubre de 1995, en referencia a sus facultades de supervisión.

(97) Si bien el único principio que recoge la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, en sus arts. 8, 10 y 11, es la distribución de competencias entre las autoridades supervisoras del país de origen al que le corresponde la solvencia de las entidades y del país de destino al que se le encarga la supervisión de las conductas de los mercados de valores, la aparente sencillez de esta atribución de responsabilidad no lo es tanto, cuando se puede calificar una misma norma como prudencial relativa a la solvencia de la entidad, o como norma de comportamiento. Así, y en ausencia de un único supervisor, la citada Directiva estableció como instrumento eficiente para ordenar al sistema el principio de la colaboración entre las autoridades públicas responsables de la supervisión de los mercados financieros (art. 23. 1 y 2) y el de abastecimiento entre ellas de información (art. 23.3). Además, cuando en 1997 se puso en marcha F. ESCO, institución en la que están representados todos los supervisores europeos y que se configuró desde la conciencia de que los mercados y los intermediarios europeos necesitan y esperan de una estandarización de criterios, se volvió de nuevo a resaltar la trascendencia de aquellos principios, al establecerse como función primordial para la citada institución la facilitación de los flujos de información y colaboración entre todos.

(98) Actuando en este mismo sentido, nuestra CNMV tiene firmados 23 acuerdos bilaterales con autoridades supervisoras en materia de intercambio de información y cooperación internacional, de entre los cuales cuatro de ellos resultaron establecidos en 1998 y uno en 1999.

ceptibles de contribuir en el adecuado desarrollo de las actividades de cuya supervisión última sean responsables cada uno de los órganos rectores [art. 90.4.f) y j) LMV], al exigir que las normas sobre protección de la clientela resulten aplicadas por el Banco de España y la CNMV, y al deberse suscribir convenios entre el Banco de España y la CNMV, en aras de la concreción de sus correspondientes responsabilidades (art. 88.2 LMV). De este modo, en caso de duda la coordinación tendrá que obtenerse mediante la intervención del Ministerio de Economía y Hacienda y ello porque aunque no está prevista para la CNMV una sujeción semejante a la del Banco de España, el citado departamento, en el marco de sus poderes de intervención y dirección para las generales finalidades de política económica, ejerce importantes funciones en relación con el mercado de valores⁽⁹⁹⁾.

V. CONCLUSIONES

Una vez analizada la normativa que resulta de aplicación a las entidades de crédito por prestar servicios de inversión en el ámbito del mercado de valores y comparada con la que, además, le resulta de vinculación por razón de su condición de sujeto procedente del mercado de crédito, se puede poner de manifiesto que las consecuencias generadas por la convergencia de ambos sectores sobre la actividad bancaria en el mercado de valores no son susceptibles de generar divergencias que impidan la adecuada prestación de sus funciones.

Esto se debe a que, en efecto, existen una serie de diferencias que no permiten establecer una asimilación absoluta entre las finalidades que persiguen el régimen de control bancario y el de los mercados de valores, dada la distinción de sus objetos principales, esto es, los valores e instrumentos financieros para éste y el dinero y el crédito para aquél, y los distintos contratos subyacentes que ponen en contacto a los clientes con los respectivos intermediarios en cada tipo de mercado financiero, al centrarse por regla general los del mercado de valores en los contratos de comisión mercantil, y los del sector crediticio en operaciones pasivas de depósito o activas de préstamo. Y además, porque tampoco puede producirse una asimilación absoluta entre ambos sectores ante la diferenciación existente entre los riesgos asumidos, puesto que si bien al inversor se le protege con el fin de eliminar el riesgo en su derecho de crédito, al depositario se le tutela para que, con conocimiento de causa, acepte de antemano un riesgo inherente a la inversión o desinversión que realiza.

Ahora bien, tales circunstancias no deben impedir advertir que el sometimiento de las entidades de crédito a las normas ordenadoras del mercado de valores no produce la modificación del estatuto jurídico de la empresa bancaria. Esto se debe a que no resulta afectado el sistema de fuentes bancario en la ubicación de las normas ordenadoras con incidencia contractual, en su vinculación a las disposiciones administrativas del mercado de valores contempladas en la LMV, así como en su normativa de desa-

⁽⁹⁹⁾ Pronunciándose en análogos términos *vid.* NIETO CAROL, U., *El mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 233.

rollo acometida por la CNMV, ni en su sujeción a las disposiciones de desarrollo del régimen de representación y transmisión de valores mediante anotaciones en cuenta que resultan conferidas a la sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Pero, también, porque no se originaría una modificación con respecto a lo establecido en la normativa ordenadora y disciplinaria crediticia para la aplicación de las disposiciones de supervisión, inspección y sanción previstas desde el mercado de valores.

LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NUEVA DIRECTIVA DE CRÉDITO AL CONSUMO Y LA PROTECCIÓN SUSTANTIVA DE LOS USUARIOS DE TARJETA DE CRÉDITO

MANUEL CASTILLA CUBILLAS

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Granada*

RESUMEN

El artículo analiza las limitaciones de la nueva Directiva de Crédito al Consumo (Directiva 2008/48/CE) en materia de tarjetas de crédito. La regulación comunitaria continúa sin ofrecer a los usuarios de tarjeta de crédito un derecho general y nítido a la alegación frente a las entidades emisoras de las excepciones nacidas de sus relaciones con los proveedores de los bienes o servicios adquiridos. Frente a esta laxitud regulativa, el trabajo evidencia cómo la técnica de la alegación de excepciones por conexión contractual optimiza la concesión de crédito por las entidades bancarias y contribuye a la internalización por los proveedores de bienes o servicios de los costes derivados del incumplimiento, total o parcial, de sus obligaciones. Por ello, su contenido postula una implementación española de la DCCII que modifique nuestra Ley de Crédito al Consumo en el sentido correcto para el bienestar colectivo, imponiendo en las tarjetas de crédito la regla de la conexión entre los negocios individuales de pago con aquellas y los de consumo que financian.

Palabras clave: *Tarjetas de crédito, contratación bancaria, regulación pública, sobreendeudamiento, tutela del consumidor, alegación de excepciones.*

ABSTRACT

The article discusses the limitations of the new Consumer Credit Directive (Directive 2008/48/CE) on credit cards. The EU regulation still does not offer credit card users a clear general right to claim against the card issuers the exceptions arising from their relationships with suppliers of goods or services purchased. The paper challenges this regulatory laxity evidencing how the assertion of claims by contractual connection optimizes the flow of bank credit and contributes to the internalization of compliance costs by the suppliers of goods or services. Thus, its content posits an implementation of the CCDII that amends the Spanish Consumer Credit Act in the right direction for the collective welfare by imposing the rule of connection between credit card payments and the consumer credit contract that funds them.

Key words: *Credit cards, banking contracts, public regulation, overindebtedness, consumer protection, personal exceptions.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA DÉBIL PROTECCIÓN DE LOS USUARIOS DE TARJETA DE CRÉDITO EN EL DERECHO DE LA VIGENTE LCC.
 1. **El pago con tarjeta como negocio delegatorio y la alegación de excepciones al pago frente a la entidad de crédito emisora.**

2. **La Ley 7/1995 de Crédito al Consumo y la extensión subjetiva de las facultades de alegación de defensas en las tarjetas de pago.**
 3. **Los requisitos generales para la aplicación de la LCC y las características de los pagos con tarjeta.**
 4. **El requisito especial de “exclusividad” de la relación del proveedor con la entidad financiera.**
 5. **La inaplicación de la LCC a los pagos con tarjeta.**
- III. LAS LIMITACIONES DEL ALCANCE DE LA NUEVA DIRECTIVA SOBRE CRÉDITO AL CONSUMO SOBRE LA PROTECCIÓN DE LOS USUARIOS DE TARJETA.
1. **La aplicación de la DCCII a los pagos con tarjeta de crédito.**
 2. **Cambios respecto a la cobertura vigente en la Ley de Crédito al Consumo (LCC).**
 3. **La protección de la DCCII al usuario de tarjetas de crédito “arrepentido” o insatisfecho con el proveedor.**
- IV. LA LÓGICA DE LA EXTENSIÓN LEGAL DE LAS DEFENSAS NEGOCIALES DE LOS DEUDORES POR EL USO DE LAS TARJETAS DE CRÉDITO Y EL BIENESTAR COLECTIVO.
- V. CONCLUSIONES Y PROPUESTA DE REGULACIÓN EN ESPAÑA.
1. **Sentido de las limitaciones de la protección de los usuarios de tarjeta de pagos en la DCCII y valor para la implementación española.**
 2. **La irrelevancia para los supuestos de insatisfacción con el proveedor del derecho de desistimiento previsto en la DCCII.**
 3. **Una propuesta para la nueva regulación española del crédito al consumo.**
-

I. INTRODUCCIÓN

De no incumplirse los plazos marcados para ello, el próximo 12 de mayo de 2010 deberá haber entrado en vigor en España una nueva normativa sobre crédito al consumo establecida para el desarrollo de la Directiva 2088/48/CE (en adelante, la nueva Directiva de Crédito al Consumo, o, simplemente, DCCII)⁽¹⁾. La implementación española de las nuevas reglas europeas sobre financiación de los consumidores que la DCCII contiene ha de afectar directamente a las tarjetas de crédito emitidas en nuestro

⁽¹⁾ La nueva regulación ha sustituido a la anterior disposición comunitaria en la materia, que data de los años ochenta. En concreto, la Directiva 87/102/CEE quedará derogada en la misma fecha en que habrá de comenzar a ser aplicada la nueva normativa comunitaria en la materia.

país en diferentes aspectos de su vida jurídica⁽²⁾, desde la información que debe proporcionarse a sus titulares antes de la celebración del contrato de su emisión hasta el derecho de las entidades de crédito emisoras que erogan la financiación a cancelar el crédito concedido y no dispuesto.

De todos esos aspectos regulados por la DCCII y relevantes para las tarjetas de crédito, aquellos que poseen una mayor complejidad jurídico-privada —y al mismo tiempo suscitan una mayor controversia entre los operadores del sector de la financiación al consumo— son los que potencian las facultades jurídicas sustantivas⁽³⁾ de sus usuarios frente a las entidades emisoras. Específicamente, son dos las principales técnicas de derecho sustantivo empleadas en el refuerzo de la posición jurídica de los titulares de tarjetas: primero, la extensión hasta las relaciones entabladas con las entidades emisoras, por conexión contractual, de la facultad de alegar determinadas excepciones basadas en sus relaciones con el proveedor de los bienes o servicios adquiridos y, segundo, el derecho de desistimiento de la operación realizada.

Aunque el reconocimiento del derecho de desistimiento es el ítem normativo más novedoso —y sobre el que se ha vertido más tinta durante el proceso de elaboración de la DCCII— de la última regulación comunitaria del crédito al consumo, su carácter limitado en el tiempo, y la dificultad para su ejercicio individual respecto a la financiación de pagos concretos con tarjeta de crédito, hacen pensar que, en este contexto, su importancia habrá de ser inferior a la de la extensión por conexión contractual de las facultades defensivas esgrimibles frente a las entidades de crédito emisoras.

Además, en el caso español, la extensión de las facultades de alegación de excepciones frente a las entidades emisoras constituirá una novedad porque la vigente Ley de Crédito al Consumo (LCC), a pesar de reconocer esta facultad general a los consumidores⁽⁴⁾, lo hace en términos muy restrictivos, que no han permitido que sus efectos tuitivos hayan alcanzado en la práctica a los usuarios de ningún tipo de tarjeta de pago. Ello ha hecho que, desde una perspectiva de derecho comparado, el régimen legal hasta ahora en vigor para las tarjetas de crédito emitidas en España haya de incluirse en

(2) En general, sobre el régimen jurídico en España de las tarjetas de crédito, *vid.* C. BARUTEL MANAUT, *Las Tarjetas de Pago y Crédito*, Bosch, Barcelona, 1997; A. BATUECAS CALETRIO, *Pago con Tarjeta de Crédito. Naturaleza y Régimen Jurídico*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2005; M.C. GETE ALONSO Y CALERA, *El Pago mediante Tarjetas de Crédito*, Madrid, 1990; G.J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, “Tarjeta de Crédito”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, MONTOYA MELGAR, A. (dir.), vol. IV, Madrid, 1995, pp. 6469-6472; P.L. NUÑEZ LOZANO, *La Tarjeta de Crédito*, Consejo Económico y Social, 1997; J.L. PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ y L.M. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La Tarjeta de Crédito*, Ediciones TAT, 1987; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Tarjetas de Crédito y Tutela del Consumidor”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 98 (2005), pp. 83 y ss.; y, por último, nuestra propia obra, *La Tarjeta de Crédito*, Marcial Pons, Madrid, 2006.

(3) Por oposición a las facultades informativas, que son también aumentadas e intensificadas en la DCCII.

(4) Dentro de la vasta literatura sobre la protección del consumidor a crédito en la LCC, por ejemplo, *vid.* L. AGUILAR RUIZ, *La protección legal del consumidor de crédito*, Tirant, Valencia, 2001; ó J.V. GAVIDIA SÁNCHEZ, *El crédito al consumo. Cesión y contratos vinculados*, Tirant, Valencia, 1997.

el grupo de los que proporcionan a sus titulares una protección más débil, en contraste con otros ordenamientos, especialmente los de los países anglosajones, que, desde hace varios lustros, fortalecen imperativamente la posición de aquellos frente a las entidades emisoras.

Existen buenas razones para concluir que esta laxitud tuitiva de la vigente regulación española de las tarjetas de crédito no es la mejor solución posible para el bienestar colectivo. Es casi un lugar común de la última literatura sobre tarjetas de crédito que la aplicación de la técnica de la extensión de la alegabilidad de excepciones optimiza la concesión de crédito mediante ellas y contribuye a la internalización por los proveedores de bienes o servicios de los costes derivados del incumplimiento, total o parcial, de sus obligaciones.

Por ello, la implementación española de la DCCII ha de producir una modificación de nuestra Ley de Crédito al Consumo en el sentido económico correcto, al imponer en los contratos de emisión de tarjetas de crédito la regla de la conexión entre los negocios individuales de uso de aquellas y los de consumo que financian.

Pero, si el sentido de esta futura modificación de nuestra normativa es inequívoco, aquello que no está resuelto es el alcance que ésta tendrá. La cuestión es del todo crítica porque las exclusiones a su aplicación que la propia DCCII prevé hacen que no todas las financiaciones al consumo y, por ende, no todos los pagos con tarjeta de crédito queden sometidos a sus preceptos. Así, basta una lectura superficial del texto de la DCCII para descubrir en él la exclusión de determinadas operaciones de financiación al consumo a corto plazo, lo que hace irrelevante su regulación protectora para buena parte de las operaciones con tarjeta de crédito. De esta suerte, una hipotética transposición interna que establezca un cerco de aplicación de las nuevas protecciones que se limite a cumplir con el mandato comunitario quedará, de nacimiento, corta para las necesidades del tráfico.

Sobre la base de los hechos anteriores, en este estudio nos fijamos dos objetivos, uno de tipo positivo y otro normativo. Nuestro objetivo de derecho positivo es determinar en qué medida la DCCII obliga a modificar el régimen vigente para la conexión contractual en los pagos con tarjeta de crédito, comparando el alcance previsto para ellos con el de la vigente LCC. Nuestro objetivo normativo es proponer una regulación española de la extensión de las defensas jurídico-privadas frente a las entidades emisoras de tarjetas que maximice el bienestar colectivo, considerando lo que anticipa el análisis económico y lo que muestran las experiencias más relevantes en el derecho comparado.

Para alcanzar los dos objetivos propuestos hemos estructurado el resto del trabajo del modo siguiente: en la Parte II analizamos el derecho relevante de la vigente LCC, determinando en qué medida resulta en la actualidad aplicable la extensión de facultades defensivas a los pagos con tarjeta de crédito; en la Parte III estudiamos qué añade la DCCII a los derechos sustantivos de los titulares de tarjetas de crédito y cuál ha de ser su ámbito obligatorio de aplicación en los estados miembros, indicando los cambios que ello ha de representar respecto de la normativa española vigente; en la Parte IV exploramos el modo en que la extensión de las facultades defensivas frente a los emisores de tarjeta de crédito mejora el bienestar colectivo; en la Parte V sintetizamos

nuestras conclusiones sobre la base de los resultados obtenidos en las anteriores, en forma de una propuesta normativa para la reforma del tratamiento de los pagos con tarjeta de crédito en España, con ocasión de la DCCII.

II. LA DÉBIL PROTECCIÓN DE LOS USUARIOS DE TARJETA DE CRÉDITO EN EL DERECHO DE LA VIGENTE LCC⁽⁵⁾

1. El pago con tarjeta como negocio delegatorio y la alegación de excepciones al pago frente a la entidad de crédito emisora

El pago con tarjeta, sea esta de crédito o de débito, sea gestionado por un sistema de pagos tripartito o cuatripartito⁽⁶⁾, ha de ser caracterizado en nuestra dogmática contractual como un negocio delegatorio⁽⁷⁾. Existe delegación en derecho privado cuando una persona, el delegante, ordena o autoriza a otra persona, el delegado, a fin de que realice una prestación, o emita una promesa a favor de un tercero, el delegatario⁽⁸⁾.

El acople de la estructura subjetiva del negocio delegatorio al pago con tarjeta de crédito es fluido: el delegante es el titular, el delegado la entidad de crédito emisora, y el delegatario quien acepta el pago con la tarjeta. Y también encuentra un fácil acomodo la estructura relacional subyacente requerida para la conceptualización como delegación de pagos del negocio: la relación entre el titular-delegante y la entidad-delegada constituye la “relación de provisión”, y la que se establece entre titular-delegante y aceptante-delegatario la “relación de valuta”.

Lo relevante para nuestro trabajo de la caracterización en nuestro ordenamiento del pago con tarjeta como negocio delegatorio es que las normas doctrinalmente identificadas para éste, en ninguna de sus modalidades, conceden al titular de la tarjeta la posibilidad de alegación de defensas frente a la entidad emisora, basadas en el contrato de adquisición de bienes o servicios del proveedor que sea. O —si se prefiere expresarlo en los propios términos del negocio de delegación—, en éste no se atribuyen al

⁽⁵⁾ Para una ampliación de las ideas contenidas en nuestra segunda parte, permítasenos que remitamos a nuestra monografía en la materia (M. CASTILLA, *La Tarjeta de Crédito*, Marcial Pons, 2006).

⁽⁶⁾ Sobre el modo en que operan los sistemas de pago con tarjeta, tanto desde el punto de vista contractual como desde el de la pura tramitación de las operaciones, *vid.* R.J. MANN, *Payment Systems and Other Financial Transactions*, Nueva York, Aspen Law & Business, 2003; sobre el caso específico español, *vid.* A. SÁNCHEZ GÓMEZ, *El Sistema de Tarjeta de Crédito*, Comares, Granada, 2006.

⁽⁷⁾ Sin embargo, el negocio delegatorio es superfluo para la construcción dogmática de aquellos pagos con tarjeta con estructura subjetiva bilateral.

⁽⁸⁾ *Vid.* L. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, II, Madrid, 1996, p. 867.

delegante facultades que le permitan alegar excepciones frente al delegado, basadas en las vicisitudes de la relación de valuta⁽⁹⁾.

De esta manera, desde la perspectiva del usuario de tarjetas de crédito, las únicas posibilidades para protegerse con carácter general⁽¹⁰⁾ de la reclamación de un pago por la entidad de crédito emisora-delegada, basado en un negocio de valuta insatisfactorio para él, pasan por la aplicación a su caso de las reglas sobre protección de los consumidores a crédito.

Como ya hemos expuesto en la introducción de este artículo, una de las técnicas más comunes de las políticas normativas de protección de los consumidores a crédito consiste en el fortalecimiento legal de su posición jurídica frente a quienes financian sus contratos de consumo, asegurándoles, precisamente, la facultad de alegar frente a ellos excepciones basadas en los contratos de adquisición de los bienes o servicios financiados⁽¹¹⁾. Las medidas de esta naturaleza producen su efecto distintivo respecto al régimen general de la alegación de excepciones en nuestro derecho privado en todos aquellos negocios de adquisición de bienes o servicios cuyos financiadores y “vendedores” sean personas distintas, determinando que los primeros puedan padecer las consecuencias de las vicisitudes de los contratos realizados por los segundos, aun no siendo parte de ellos.

2. La Ley 7/1995 de Crédito al Consumo y la extensión subjetiva de las facultades de alegación de defensas en las tarjetas de pago

En el ordenamiento español, fue la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo (en adelante, LCC) la disposición que dotó de rango legal a la técnica de la “conexión contractual” que, desde entonces, está vigente en nuestro ordenamiento

⁽⁹⁾ La única posibilidad de defensa de la posición del titular-delegante frente a la pretensión de cobro del vendedor-delegatario pasa por incitar a la entidad de crédito emisora a que se oponga al pago mediante la alegación de las excepciones basadas en el propio negocio de adquisición. Ello es posible siempre que se admita la conceptualización de esta delegación como un negocio de efectos puramente modificativos y no uno de consecuencias extintivas (como produciría la novación de la obligación), pues sólo en el primer caso la entidad de crédito emisora conservará, como delegada, las mismas posibilidades de defensa que corresponderían al titular de la tarjeta que delegó en ella. A pesar de que nuestra última doctrina se inclina, en efecto, por afirmar el carácter modificativo y sucesorio de la delegación en el pago electrónico (*vid. A. BATUECAS CALETRIO, Pago con Tarjeta de Crédito. Naturaleza y Régimen Jurídico*, Cizur Menor, 2005, pp. 78-82 y 159), falta, sin embargo, refrendo jurisprudencial de estas conclusiones —en un asunto de tarjetas de crédito— que las convierta en argumentos decisivos en el tráfico mercantil real. Seguramente por ello mismo, no parece que en la práctica española las entidades de crédito se muestren demasiado receptivas ante las solicitudes de ese tipo.

⁽¹⁰⁾ Sobre la aplicación a los pagos con tarjeta de los regímenes legales especiales que reconocen el derecho de desistimiento a los consumidores *vid. infra*. nota 46.

⁽¹¹⁾ Esta extensión de las facultades de alegación de excepciones, que fue, inicialmente, reconocida por la jurisprudencia —sobre todo la de los países anglosajones— con el argumento de que existía una “conexión contractual” entre los negocios de financiación y venta, se estableció, más tarde, como una técnica legislativamente vigente en casi todos los ordenamientos desarrollados, entre ellos el ordenamiento español, preconfigurándose *ex lege* la “conexión contractual”.

para aquellas financiaciones que reúnan las condiciones previstas en ella⁽¹²⁾. Allá donde rigen los preceptos al efecto de la LCC, se establece un régimen más favorable para la oposición al pago del consumidor financiado, mediante la ampliación de las excepciones disponibles frente al financiador, más allá de las estrictamente derivadas del negocio de financiación pactado con este último.

Así, en los supuestos de financiación del pago con tarjeta —en los que el derecho de crédito que corresponde a la entidad emisora es distinto del que ostenta el proveedor del bien o servicio que sea⁽¹³⁾— la LCC prevé que el consumidor financiado pueda oponer frente a la primera dos tipos distintos de excepciones basadas en sus relaciones con el segundo: las de cumplimiento defectuoso o incumplimiento⁽¹⁴⁾ derivadas del contrato de adquisición⁽¹⁵⁾ y la de ineficacia de ese mismo contrato de adquisición (art. 14.2)⁽¹⁶⁾.

De este modo, las normas contenidas en los artículos 14 y 15 de la LCC refuerzan la posición de los consumidores deudores, en comparación con la que ocuparían en un negocio de financiación sometido al régimen general de las obligaciones y contratos, desde la que no podría oponer las excepciones señaladas⁽¹⁷⁾. La admisibilidad de la alegación por los consumidores de excepciones procedentes de un negocio distinto de aquél del que deriva el crédito a cuyo pago se oponen aumenta sus posibilidades de defensa, por el hecho visto en el apartado anterior de que, de aplicarse el régimen de la delegación de pagos, no podrían esgrimir frente a la entidad de crédito emisora ni el incumplimiento del proveedor, ni la ineficacia del contrato de adquisición del bien o servicio que sea.

Pero, para que este reforzamiento⁽¹⁸⁾ de la posición del consumidor-deudor regulada en la LCC alcance a los pagos con tarjeta, éstos han de cumplir con los presupuestos de aplicación de la disposición —aquellos que definen qué es crédito al consu-

(12) Sobre el sentido general de esta disposición *vid.*, por ejemplo, A.J. SERRA MALLOL, “Ley de Crédito al Consumo (Ley 7/1995, de 23 marzo): un examen de su regulación”, *Revista General de Derecho*, 609 (1995), pp. 6337 y ss.

(13) Lo que excluye la aplicación de lo dispuesto en el art. 11 de la LCC para los casos de cesión.

(14) Se refiere literalmente el art. 15.1.d) del PLCC a “que los bienes o servicios no sean entregados en todo o en parte, o no sean conformes a lo pactado en el contrato”.

(15) Siempre que, previamente, haya intentado obtener satisfacción del proveedor [art. 15.1.e) de la LCC].

(16) Ello implica que la ineficacia del contrato de compra de un bien producirá por conexión la ineficacia del contrato de financiación.

(17) Es cierto, no obstante, que las normas de los artículos 14 y 15 también han de considerarse por el reducido catálogo de excepciones oponibles al financiador que reconocen. Como consecuencia de ello, el consumidor no podrá utilizar frente a éstas excepciones comunes como las de compensación, prórroga, prescripción, novación, etc. Es cierto, no obstante, que la importancia de estas excepciones en la realidad de las operaciones de consumo es pequeña en comparación con las dos reconocidas en la LCC.

(18) Que es el resultado de la combinación de esa “conexión contractual” legalmente sancionada con la irrenunciabilidad de toda la protección concedida.

mo⁽¹⁹⁾— y con sus requisitos generales y especiales —aquellos que delimitan qué financiaciones al consumo son relevantes para ella y, dentro de éstas, a cuáles alcanzan las normas de extensión de las facultades defensivas—. Analizamos los referidos presupuestos en este apartado y dejamos para los siguientes los requisitos generales y especiales.

Cuando se consideran los presupuestos que determinan la aplicación de la LCC no hay duda de que buena parte de los pagos con tarjeta quedan dentro del ámbito general de la disposición —los realizados con tarjeta de crédito—, pero tampoco de que muchos otros —los que se valen de una tarjeta de débito— quedan fuera de su alcance. Así, aunque en ambos tipos de pago con tarjeta existe una “colaboración planificada” entre las entidades emisoras y los proveedores de los bienes de servicios⁽²⁰⁾, sólo en el caso de las tarjetas de crédito se producirá el negocio de concesión de crédito que la LCC vincula con el contrato de adquisición del bien o servicio de que se trate. No obstante, como veremos a continuación, tampoco la cobertura legal de los usuarios de tarjeta de crédito es total: sólo una parte de los pagos con estos instrumentos queda dentro del cerco tuitivo acotado por los requisitos taxativos de aplicación previstos por la propia LCC.

⁽¹⁹⁾ Sobre las diferentes modalidades generales de financiación al consumo *vid.* J. ALFARO ÁGUILA-REAL, “Observaciones Críticas al Proyecto de Ley de Crédito al Consumo”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 56 (1994), pp. 1046 y ss.

⁽²⁰⁾ Es cierto que cuando de una tarjeta cuatripartita se trata, entre la entidad emisora de aquella y el vendedor puede no haberse concertado previamente un negocio jurídico —de hecho, este negocio previo sólo existirá en las casuales situaciones en que coincidan el banco emisor y el adquirente—. Sin embargo, ello no implica que entre emisor y vendedor no exista una “colaboración planificada”, pues la mera pertenencia a una organización de sistema de pagos es, en sí, un mecanismo destinado a la cooperación multilateral entre empresarios para facilitar la erogación de financiación en operaciones de crédito al consumo. Sólo en el contexto de la mutua afiliación a una organización de tarjeta puede entenderse la realización a distancia de los negocios de delegación en los que cada pago con aquella consiste. Considérese a este respecto que las dudas sobre la naturaleza de la relación entre emisores y comerciantes adquirentes se plantearon también en el Reino Unido, cuya *Consumer Credit Act* tampoco establece explícitamente su aplicabilidad a las operaciones realizadas con tarjeta de crédito. De hecho —y no sorprendentemente—, durante los primeros años de vigencia de sus normas los bancos británicos pretendieron evadirse de sus consecuencias para las tarjetas emitidas en sistemas cuatripartitos, alegando la falta de acuerdo contractual directo entre las entidades de crédito emisoras y los establecimientos adheridos a ellos. Según sus argumentos, en los pagos con tarjeta “cuatripartita” no existía un negocio jurídico formal entre quien suministra los bienes o servicios y las entidades que financian la operación, lo que impedía la aplicación de la regla de alegación frente a éstas de excepciones por el contrato subyacente. Esta interpretación de las relaciones negociales entabladas en los sistemas cuatripartitos fue rechazada por la *Office of Fair Trading* (OFT), que analizó la cuestión desde la perspectiva de la información que los sistemas cuatripartitos transmiten al mercado sobre sus instrumentos de pago. Como quiera que éstos se representan a sí mismos, a través de su publicidad, como redes integradas en las que la titularidad de la tarjeta permite su uso en cualquier lugar, el regulador mercantil británico estimó inaceptable que se pretendiera alegar la desconexión entre las diferentes partes profesionalmente implicadas en los pagos con aquella. Para una referencia general del tratamiento de los pagos con tarjeta en la normativa sobre crédito al consumo británica, *vid.* M. GÓMEZ MENDOZA, “La Protección del Titular de una Tarjeta de Crédito en el Reino Unido”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 42 (1991), pp. 329 y ss.

3. Los requisitos generales para la aplicación de la LCC y las características de los pagos con tarjeta

Aun estando los negocios de consumo pagados con tarjeta de crédito dentro de los objetivos generales de la LCC⁽²¹⁾, la invocabilidad concreta de sus preceptos depende de que aquellos reúnan los requisitos generales y especiales, que como hemos visto en el apartado anterior, determinan, respectivamente, qué operaciones de financiación al consumo son relevantes para la LCC y cuáles dentro de ellas merecen la aplicación de las normas sobre extensión subjetiva de la alegación de excepciones⁽²²⁾. Veámoslos en este mismo orden.

Los requisitos generales, en lo que aquí nos interesa, condicionan la aplicación del régimen tuitivo de la LCC a que el crédito otorgado sea remunerado, a que el aplazamiento del pago inherente a la operación supere ciertos intervalos de tiempo predeterminados en el texto legal y a que el importe de los negocios financiados se encuentre dentro de una horquilla también preestablecida por aquel. Como quiera que estos tres requisitos se han regulado con carácter concurrente, la aplicabilidad de la LCC a los pagos con tarjeta de crédito de la LCC exige que las características de éstos se ajusten a todos aquellos, cosa que, como veremos a continuación, no ocurre en la gran mayoría de los pagos con tarjeta.

(i) Es cierto que el requisito del carácter oneroso de la operación de crédito realizada parece cumplido para la generalidad de los pagos con tarjeta de crédito. El único supuesto que puede plantear dudas al respecto es el de los llamados “pagos de conveniencia”, que son aquellos en los que la tarjeta de crédito se emplea sin una intención primordial de crédito y que, típicamente, se abonan al final de cada mes y sin cargo de intereses por parte de la entidad emisora⁽²³⁾. Pero ni siquiera estos deberían quedar excluidos de la LCC, porque, aunque, en efecto, el art. 2.1.d) de la LCC excluye de su ámbito de aplicación “los contratos en los que el crédito concedido sea gratuito”, el mismo precepto, en su último párrafo, aclara que en “el caso de servicios de tracto sucesivo y prestación continuada” —como ocurre con las tarjetas de crédito— “no se considerarán gratuitos aquellos créditos en los que, aunque la tasa anual

(21) Esa afirmación puede sustentarse en el contenido del art. 2.1.c) LCC, a cuyo tenor quedan excluidos de la aplicación de las protecciones generales de la disposición “los créditos en cuenta corriente, concedidos por una entidad de crédito, que no constituyan cuentas de tarjeta de crédito”. El precepto corrobora nuestra afirmación por su efecto de exclusión a la exclusión —es decir, de inclusión— de las relaciones de crédito vinculadas a las tarjetas de pago en los predios tuitivos de la ley, lo que despeja cualquier duda sobre la aplicabilidad general de esta en el ámbito de aquellas.

(22) Antes que en nuestro trabajo *La Tarjeta de Crédito*, ya citado, esta cuestión fue abordada en M.J. MARÍN LÓPEZ, “Las tarjetas de crédito y el artículo 15 de la Ley de Crédito al Consumo”, *Revista de Derecho y Nuevas Tecnologías*, 5, 2004, pp. 89 y ss., y en “Análisis de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo”, *Estudios sobre Consumo*, 55 (2000), pp. 91 y ss., del mismo autor.

(23) Con más precisión, los “pagos de conveniencia” con tarjeta han de definirse como aquellos en los que, por no demorarse su reembolso a la entidad financiera por el primer período de tiempo fijado para ello, no se cobre un interés explícito por la financiación concedida.

equivalente [...] sea igual a cero, su concesión conlleve algún tipo de retribución por parte del proveedor de los servicios al empresario prestamista”. No hay duda de que las comisiones generalmente devengadas por la apertura y mantenimiento de la tarjeta de crédito significan una retribución para las entidades financieras que las emiten. Es, por ello, que incluso los “pagos de conveniencia” con tarjeta cumplen el requisito de onerosidad del crédito, pues el coste del servicio se está repercutiendo al titular a través de conceptos de cargo distintos de tal interés.

(ii) Sin embargo, cuando se consideran los requisitos temporales previstos para la financiación en el párrafo b) del propio artículo 2.1 de la LCC, la insertabilidad de los pagos con tarjeta de crédito en la cobertura legal se hace marginal. El precepto excluye del ámbito de aplicación de la LCC aquellos negocios en los que se pacte que el consumidor reembolse el crédito, bien dentro de un único plazo que no rebase los tres meses, bien en cuatro plazos, como máximo, dentro de un período que no supere los doce meses. Resulta a simple vista que, como consecuencia de este, no todos los pagos con tarjeta de crédito quedan sometidos al mismo régimen jurídico en nuestro ordenamiento, sino que, dependiendo de la modalidad de reembolso a la entidad de crédito concertada, se producirá —o no— la aplicación de las normas de la LCC. Más allá de los problemas de aplicación práctica de la LCC que ello plantea⁽²⁴⁾, lo que ahora nos interesa es que para los “usos de conveniencia” de las tarjetas de crédito se activará la excepción del 2.1.b) de la LCC, que enervará para ellos los dispositivos de protección previstos. De esta manera, la aplicabilidad de las protecciones de la LCC queda muy limitada por este requisito porque las pautas de uso típico de las tarjetas de crédito en nuestro país hacen que la modalidad de pago preferida sea la de cargo en cuenta del adeudo a la finalización del plazo de financiación “gratuita”, lo cual, típicamente, implica el reembolso a la finalización del mes en que las operaciones de adquisición tuvieron lugar, sin que puedan invocarse, pues, las normas de la LCC sobre extensión de la alegación de excepciones⁽²⁵⁾.

(24) El requisito hace que sea incierto el régimen jurídico aplicable a cada uno de los pagos realizados con una misma tarjeta de crédito, como consecuencia de su dependencia del sistema de abono concertado con la entidad de crédito emisora en el momento de su realización. La generalidad de los contratos de emisión de tarjetas predisponen cláusulas que permiten a los titulares optar por el sistema de pago que prefieran, dentro de una gama de modalidades de liquidación de su deuda que, en unos casos, quedan dentro de la excepción del art. 2.1.b) de la LCC y, en otros, no. Por ello, de la propia decisión del titular de la tarjeta de valerse de un sistema de pago, u otro, depende el contenido obligatorio sustantivo de su relación con la entidad de crédito emisora. Es cierto, no obstante, que la libertad de decidir el régimen aplicable al pago se ve limitada, en la mayoría de los contratos, por la obligación de elegir los mecanismos de reembolso a las entidades de crédito antes del inicio del período en el que los pagos reembolsables de acuerdo a ellos tendrán lugar. Por ello, el titular de una tarjeta no puede decidir acogerse al sistema de protección de la LCC para una operación en concreto sino para todas las realizadas durante un intervalo temporal, debiendo, además, tomar la decisión antes de realizar el pago de que se trate.

(25) La cuestión de política normativa que se plantea es la de si esta sustancial diferencia en el régimen jurídico de unos pagos y otros puede justificarse razonablemente por el mero hecho de que se opte por una modalidad de pago u otra, dentro de las ofrecidas por los contratos de emisión y, más aún, si los usuarios de tarjetas de crédito son conscientes de un tratamiento tan dispar y si, por ello, la reforma de nuestra regulación del crédito al consumo debiera eliminarla. A dar respuesta a esa cuestión —entre otras— dedicaremos la Parte V de este trabajo.

(iii) En tercer lugar, al respecto del ámbito cuantitativo en el que la LCC ha de aplicarse, debe tenerse presente que el art. 2.1.a) determina la exclusión de sus principales mecanismos de protección para todos aquellos contratos en los que el importe del crédito sea inferior a 150 euros y para los que, en cambio, sea superior a 20.000 euros⁽²⁶⁾. La norma es sobre todo importante por su límite inferior, que enerva los efectos de la protección de la LCC en aquellas operaciones de pago con tarjeta que no alcanzan los 150 euros, porque, aunque el período de inflación de precios en nuestra economía en el decenio que siguió a la aprobación de la ley ha dulcificado el significado práctico de la exclusión, siguen siendo muchos los pagos con tarjeta de crédito que deja fuera de la cobertura legal.

4. El requisito especial de “exclusividad” de la relación del proveedor con la entidad financiera

Pero, incluso para aquellos pagos con tarjeta que cumplen los requisitos generales para la aplicación de la LCC, existe aún un último obstáculo legal a salvar para activar la vigencia en ellos de sus reglas especiales de amplificación de las facultades defensivas frente a las entidades de crédito del consumidor. El requisito especial en cuestión es uno que impone la exclusividad de la relación entre la entidad financiadora y el proveedor del bien o servicio de que se trate, que endurece así las condiciones de aplicación de las facultades de alegación frente a los financiadores de las excepciones procedentes del contrato de consumo, respecto del resto de sistemas de protección establecidos en la LCC⁽²⁷⁾.

Más allá de las cuestiones sobre la oportunidad de la positivación del requisito de exclusividad⁽²⁸⁾ —y la controversia ocasionada por él a raíz de la insolvencia de determinados empresarios dedicados a la impartición de cursos de idiomas extranjeros⁽²⁹⁾— lo relevante para nuestro análisis es que el requerimiento de esa relación de exclusividad dificulta la aplicación a la mayoría de pagos con tarjetas de crédito de la extensión de las facultades de alegación de excepciones del consumidor-financiado, más allá de lo que parecería congruente con los objetivos de protección de la LCC.

⁽²⁶⁾ A los que tan sólo les será de aplicación lo dispuesto en el capítulo III de la Ley.

⁽²⁷⁾ Demanda, en concreto, el artículo 15, sub (b) “que entre el concedente del crédito y el proveedor de los bienes o servicios exista un acuerdo previo, concertado en exclusiva, en virtud del cual aquél ofrecerá crédito a los clientes del proveedor para la adquisición de los bienes o servicios de éste [...]”.

⁽²⁸⁾ Sobre las distintas interpretaciones de la expresión legal “en exclusiva” en la vigente LCC, *vid.* M.J. MARÍN LÓPEZ, “Interpretación y prueba del ‘acuerdo previo, concertado en exclusiva’, entre prestamista y proveedor [art. 15.1.b) de la Ley de Crédito al Consumo]: doctrina de las Audiencias Provinciales”, *Aranzadi Civil*, 18 (2008), pp. 15 y ss.

⁽²⁹⁾ De la abundantísima literatura generada por el caso, puede verse, por ejemplo, M.J. MARÍN LÓPEZ, “Dictamen jurídico sobre el caso *English Opening School* (crédito al consumo, cesión de créditos y contratos vinculados)”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 677 (2003), pp. 1735 y ss., o M. BUSTO LAGO., “Incumplimiento de la prestación de servicios financiada a través de un contrato de préstamo al consumo. Algunas precisiones a propósito del caso ‘Opening English’”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, 564, 2003 (números de página no disponibles en la edición electrónica consultada).

Considérese que, como quiera que en los pagos con tarjetas de crédito que operan en sistemas cuatripartitos —la gran mayoría en nuestro país— no existe una relación del proveedor con una entidad de crédito concreta, sino con todas las adheridas al sistema de pagos, la exclusividad del acuerdo de financiación con ellas no existe nunca⁽³⁰⁾. O, al menos, no existirá si se parte de una interpretación literal de la referencia al “concedente del crédito” del art. 15.b), que obliga a predicar la exclusividad respecto de la entidad de crédito emisora y no del sistema de pagos con el que se ha concertado la adquisición de las tarjetas, pues es la primera la que eroga, en última instancia, la financiación que permite la anticipación del pago⁽³¹⁾.

Como consecuencia de ello, sólo en aquellos pagos con tarjetas tripartitas, o en los pagos con cuatripartitas con los que “se provean servicios de tracto sucesivo y prestación continuada”⁽³²⁾, podría tener aplicación el régimen especial de alegación de excepciones por el consumidor.

5. La inaplicación de la LCC a los pagos con tarjeta

A la vista de todo lo anterior, se hace evidente que el efecto conjunto de los requisitos generales de plazo y cuantía de la financiación, y el requisito especial de exclusividad, reducen al mínimo el ámbito de la realidad de los pagos con tarjeta en el que pueden activarse los mecanismos de protección del consumidor de los artículos 14 y 15 de la LCC. Aunque en otra parte hemos escrito en contra de las interpretaciones literales de la LCC —en cuanto que conducen a resultados tan exageradamente limitados que parecen contradecir los objetivos legales—, a nuestros propósitos en este trabajo tales consideraciones son irrelevantes: lo cierto es que la interpretación que ha prevalecido es la más estrecha posible.

En efecto, como resultado de la combinación de esos preceptos estrechos —y confusos— de la LCC y de una interpretación doctrinal muy tibia de su contenido, la situación real de la alegación de defensas al pago con tarjeta en nuestro país no ofrece

(30) Entiéndase lo que decimos, los sistemas cuatripartitos se caracterizan por que no existe una única entidad de crédito emisora de las tarjetas aceptadas por los comerciantes adheridos, sino que se entablan relaciones con tantos emisores como actúen en el sistema de que se trate. De esta manera, la relación de exclusividad puede predicarse de la organización del sistema de pagos de que se trate, o de la entidad de crédito con la que el comerciante ha realizado el negocio de adquisición, pero no de las diferentes entidades de crédito emisoras de las tarjetas.

(31) En cualquier caso, como señala MARÍN, la propia regulación comunitaria de la competencia restringe que pueda existir lícitamente la relación de exclusividad en el caso de las tarjetas de crédito —*Revista de Derecho y Nuevas Tecnologías*, 5, (2004), pp. 89 y ss—.

(32) Cuyo régimen de excepción al requisito de exclusividad fue introducido en el párrafo segundo del art. 15.b) de la LCC por el art. 134.2 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, que, precisamente, vino a suplir las estrecheces en la aplicación de la ley a que conduce la interpretación literal expuesta, lo cual produjo una situación de desconcierto con ocasión de la ya referida insolvencia —y consiguiente abandono de su actividad— de ciertos empresarios dedicados a la enseñanza de idiomas.

ninguna muestra, ni siquiera marginal, de que se permita su empleo por los consumidores⁽³³⁾.

III. LAS LIMITACIONES DEL ALCANCE DE LA NUEVA DIRECTIVA SOBRE CRÉDITO AL CONSUMO SOBRE LA PROTECCIÓN DE LOS USUARIOS DE TARJETA

1. La aplicación de la DCCII a los pagos con tarjeta de crédito

La cuestión crítica que en la actualidad se plantea para el tratamiento de los pagos con tarjeta de crédito en la UE es en qué medida las normas de las DCCII se han de aplicar a ellos y, por tanto, han de informar la legislación de implementación en todos los estados miembros. El planteamiento de la cuestión es inevitable, toda vez que el empleo de las tarjetas de crédito constituye, siempre que sea con fines distintos de los comerciales o profesionales⁽³⁴⁾, un supuesto de crédito al consumo en el sentido de la definición de este que la propia DCCII recoge⁽³⁵⁾.

Las expectativas al respecto de un cambio en el tratamiento de los pagos con tarjeta de crédito que se pusieron de manifiesto a lo largo del lustro precedente estaban justificadas, toda vez que frente al carácter de norma de armonización mínima de la primera Directiva de Crédito al Consumo (DCCI)⁽³⁶⁾, la DCCII se presentaba como una norma de máximos⁽³⁷⁾, lo que hacía razonable prever que, frente a la debilidad de la cobertura a los pagos con tarjetas de crédito de la primera, la nueva directiva impondría una protección destinada a armonizar las sustanciales diferencias que en este punto existen entre los estados miembros. Dado que el objetivo instrumental de la estrategia regulativa de armonización máxima es reducir las protecciones adicionales

⁽³³⁾ Más allá de la extensión de defensas específicamente prevista en la LCC, MARÍN ha defendido la aplicación a los pagos con tarjeta de la doctrina general de los contratos vinculados [*Revista de Derecho y Nuevas Tecnologías*, 5, (2004), pp. 89 y ss.] que, por supuesto, no requeriría de la concurrencia del requisito de exclusividad. El problema de esta teoría es que la jurisprudencia citada en apoyo de su admisibilidad en nuestro ordenamiento condiciona la conexión contractual con las reglas de la LCC, por lo que, al menos hasta la fecha, no parece que haya tenido ninguna utilidad de su invocación práctica.

⁽³⁴⁾ A los efectos que ahora nos importan, un “consumidor es una persona física que, en las operaciones reguladas por la presente Directiva, actúa con fines que están al margen de su actividad comercial o profesional” [art. 3.2.a) DCCII].

⁽³⁵⁾ Un “contrato de crédito” es todo “contrato mediante el cual un prestamista concede o se compromete a conceder a un consumidor un crédito en forma de pago aplazado, préstamo u otra facilidad de pago similar [...]” [art. 3.2.c) DCCII].

⁽³⁶⁾ Directiva 87/102/CE.

⁽³⁷⁾ La opción por el criterio de armonización máxima de la DCCII es consecuencia de que gran parte de los problemas detectados por la Comisión en el funcionamiento del mercado interior del crédito al consumo en los estudios que sirvieron de base para su elaboración están relacionados con los efectos de la propia Directiva 87/102. El criterio de armonización mínima dotó de un amplio margen de libertad a los Estados miembros para establecer normativas adaptadas a sus necesidades específicas, dejando sin

propias de cada uno de los estados miembros, la regulación del crédito con tarjeta —caracterizado por la diversidad de los mecanismos nacionales de protección— se presentaba como la mejor candidata para su aplicación.

Sin embargo, la aprobación del texto final de la DCCII en 2008 diluyó en buena medida las expectativas forjadas acerca de una ampliación sustancial de la cobertura de la regulación comunitaria sobre los pagos con tarjeta de crédito. Aunque a esa dilución contribuyó en buena medida el denunciado carácter confuso⁽³⁸⁾ de los preceptos de delimitación del ámbito de cobertura de la DCCII, lo cierto es que ni siquiera en aquello en que son claros adoptan una política regulativa de armonización especialmente ambiciosa para los pagos con tarjeta de crédito.

A este respecto, ha de tenerse presente que la propia DCCII excluye explícitamente, en su considerando número 13, la aplicación de su contenido a determinados pagos con tarjeta⁽³⁹⁾, aun cuando impliquen la erogación de crédito, por razón de su breve duración y coste reducido. En congruencia con esa declaración de intenciones, el art. 2.2.f) de la DCCII excluye del alcance de la disposición todos “los contratos de crédito concedidos libres de intereses y sin ningún otro tipo de gastos, y los contratos de crédito en virtud de los cuales el crédito deba ser reembolsado en el plazo de tres meses y por los que sólo se deban pagar unos gastos mínimos”⁽⁴⁰⁾.

Ni que decir tiene que tales condiciones temporal y de onerosidad del art. 2.2.f) de la DCCII dejan fuera de la zona de cobertura de la disposición los “pagos de conveniencia” efectuados con tarjeta de crédito. Como consecuencia de ello, la cober-

soluciones cerradas en la disposición comunitaria gran parte de los principales conflictos que la financiación para el consumo plantea. Ello propició que en cada uno de los estados miembros se implementasen regulaciones cuyo contenido y propósitos excedían de aquellos a que estrictamente obligaban las normas comunitarias, lo que permitió dar respuesta real a las demandas de protección de los consumidores de este tipo de servicios financieros. El reverso de la técnica de aproximación normativa empleada es que las diferencias entre las diferentes regulaciones nacionales se han convertido en obstáculos para el mercado interior del crédito al consumo, dificultando la oferta de los mismos productos financieros para todo el ámbito europeo. Como consecuencia de ello, y esto es lo que hizo más apremiante la armonización máxima, sólo una pequeña parte del mercado del crédito al consumo era, y es, transfronterizo. En el juicio de la Comisión, la posibilidad de ofrecer contratos de financiación al consumidor para toda Europa, que resultará de una mayor armonización, debe aportar economías de escala a las entidades de crédito oferentes, alentando, además, la competencia en muchos mercados nacionales, dominados en la actualidad por un reducido número de entidades. De esas escalas y de la mayor competencia cabe esperar un aumento de la eficacia del sector, que dará lugar a cargos por el uso de tarjeta más bajos para los consumidores.

(38) Vid. M. ORDÁS ALONSO, “El ámbito de aplicación de la Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE del Consejo”, *Aranzadi Civil*, 16 (2008), pp. 15 y ss.

(39) Aunque el considerando 13 se refiere a las tarjetas de “débito diferido” —y, por ello, podría hacer pensar que la intención de excluir no alcanzaba a las tarjetas de crédito— la articulación de la exclusión no repara en la denominación del contrato de tarjeta que sea, basándose exclusivamente en las condiciones de duración del período de financiación y de su coste. Por ello, también los pagos con tarjeta de crédito quedarán excluidos del alcance de la disposición cuando se den tales condiciones de exclusión.

(40) Aunque a diferencia del considerando 13, el art 2.2.f) de la DCCII no alude expresamente a las tarjetas de pago.

tura de la protección proporcionada por la DCCII a los usuarios de tarjeta de crédito dista de ser completa. Incluso de entre aquellos pagos cuyas condiciones de tiempo y remuneración superen los límites expuestos, sólo serán objeto de la regulación armonizada aquellos cuya cuantía supere los doscientos euros⁽⁴¹⁾.

2. Cambios respecto a la cobertura vigente en la Ley de Crédito al Consumo (LCC)

Al igual que la LCC en vigor, la DCCII no extiende sus mecanismos de protección del consumidor a quienes pagan con tarjeta de débito, o hacen un uso de “conveniencia” de una tarjeta de crédito⁽⁴²⁾. De hecho, considerando las exclusiones, tácitas y expresas, examinadas, la protección de quienes pagan con tarjeta que se implementará en los primeros meses de 2010, sólo ampliará la vigente en la medida en que habrán de simplificarse los requisitos de plazo de vencimiento del crédito necesarios para su aplicación y deberá desaparecer el requisito de exclusividad. Aunque de la ampliación del alcance legal que estos dos cambios han de provocar no puede decirse que lleve hasta fronteras muy ambiciosas la protección de los usuarios de tarjeta de crédito, tampoco puede afirmarse que carezca de consecuencias.

En cuanto a los plazos, aunque la DCCII continúa privando de la protección jurídico-pública a los pagos aplazados por un plazo inferior a tres meses y por los que no se devenguen unos gastos mínimos, el nuevo texto legislativo que resulte de su implementación sí que alcanzará tanto a los que se hagan en “cuatro plazos, como máximo, dentro de un período que no supere los doce meses”⁽⁴³⁾ —que, como hemos indicado, quedan excluidos en el derecho vigente— y a los que, con independencia del período de financiación, tengan carácter oneroso⁽⁴⁴⁾.

Además, como hemos también señalado ya, no existen trazas de ninguna clase de que en la realidad del tráfico la vigente LCC se esté aplicando a los pagos con tarjeta de crédito, ni siquiera a aquellos que, por la configuración comercial de su vencimiento, pudieran cumplir los requisitos de plazos, lo que parece indicar que es el extraño

(41) Pero no sea superior a los setenta y cinco mil euros [art. 2.2.c) de la DCCII].

(42) La tibieza en esta materia de la versión final de la DCCII contrasta con el vigor con el que determinados informes previos a su proceso de elaboración reivindicaban una acción normativa incisiva que redefiniese las relaciones entre los titulares de tarjetas y sus emisores (en concreto, *vid.* W.AA Pricewaterhousecoopers, *Final Report Study on Consumer Law and the Information Society* 3, 5 (2000), disponible en <http://europa.eu.int/comm/dgs/health_consumer/library/surveys/sur20_en.pdf>).

(43) Con tal de que el periodo de financiación supere los tres meses.

(44) Aunque la cuestión de la cuantía de los pagos que habrán de quedar protegidos por la implementación de la DCCII no sea central para este trabajo, es interesante observar que aunque el más elevado límite máximo (75.000 euros) amplía “por arriba” el espectro de pagos respecto al cubierto en la LCC vigente, el límite mínimo de 200 euros lo reduce “por abajo” [debe tenerse presente que el art. 2.1.a) de la LCC, determina la exclusión de sus principales mecanismos de protección para todos aquellos contratos en los que el importe del crédito sea inferior a 150 euros y para los que, en cambio, sea superior a 20.000 euros].

requisito de exclusividad el que está disuadiendo de la incorporación de la protección legal a los contratos de emisión e incluso de su invocación *ex post* por los usuarios.

De esta manera, la nueva normativa que resulte de la transposición española de la normativa europea, aunque no tendrá por qué cubrir los pagos de “conveniencia”, sí que habrá de suponer un cambio del cuadro jurídico aplicable a un buen número de financiaciones mediante tarjeta de crédito que en la actualidad carecen de la protección regulativa sustancial prevista para los consumidores que recurren al crédito.

3. La protección de la DCCII al usuario de tarjetas de crédito “arrepentido” o insatisfecho con el proveedor

Todavía más que por sus consecuencias sobre el alcance de la aplicación de la protección legal del consumidor, la DCCII ha de ser relevante por el aumento de la intensidad de esa protección. En concreto, en materia de derechos sustanciales⁽⁴⁵⁾ del consumidor, la disposición comunitaria prevé dos técnicas tuitivas distintas: la conexión contractual de los negocios de financiación y consumo —ya vigente en el ámbito general del crédito al consumo, como hemos visto— y el derecho de desistimiento de las operaciones realizadas —de nuevo cuño⁽⁴⁶⁾—.

En cuanto a las normas sobre conexión contractual, la DCCII limita las posibilidades de defensa del consumidor frente al concedente del crédito vinculado al negocio de consumo a los supuestos en que los bienes o servicios estipulados en aquel “no son

(45) Por oposición a los de carácter informativo.

(46) Hasta ahora, la implantación legal del derecho de desistimiento sólo se había producido en ciertos contextos contractuales concretos en los que existen riesgos específicos, en adición a los que la adquisición ordinaria de un producto de consumo implica. En particular, la facultad de desistir se ha reconocido en aquellos negocios en los que al consumidor le resulta difícil apreciar las características reales del producto adquirido antes de su efectiva recepción, como los previstos en el art. 44 de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista —que otorga el derecho de análisis por un período de siete días a contar desde la recepción del producto y para todas aquellas ventas a distancia realizadas en el ámbito de aplicación de la ley (en línea con lo que previamente había establecido el art. 5 de la Ley 26/1991, de 21 de noviembre, sobre contratos celebrados fuera de los establecimientos mercantiles)— y aquellos otros en los que la relación entre proveedor y adquirente es, además de estrictamente comercial, financiera, como en el caso del art. 9 de la Ley 28/1998, de 13 de julio, de venta a plazos de bienes muebles —que autoriza al consumidor a desistir del negocio realizado dentro de los siete días hábiles siguientes a la entrega del bien vendido, con independencia de las condiciones de este y siempre que no lo haya usado más que a efectos de simple examen o prueba—. No obstante, ninguna de las disposiciones citadas termina de clarificar la cuestión crítica de cómo habrá de producirse, tras el ejercicio del derecho de desistimiento, la retrocesión de los pagos efectuados (aunque la LOCM contiene en su nueva redacción un precepto, el art. 46, que se ocupa de la retrocesión, éste solamente abarca las situaciones de uso inautorizado de tarjetas y no de uso general del derecho de desistimiento). Por ello, aun cuando de los requisitos previstos en ambas leyes se desprende que sus reglas tuitivas han de ser aplicadas a los negocios pagados con tarjeta de crédito, la ausencia de reglas concretas sobre su alegación hace que el ejercicio práctico del derecho de desistimiento frente a la entidad de crédito se presente complicado.

entregados, o lo son sólo en parte o no son conformes” con lo pactado⁽⁴⁷⁾. De esta manera, se restringe la extensión de defensas a las excepciones de incumplimiento y de cumplimiento defectuoso, condicionando, además, la posibilidad de su alegación a que, previamente, el consumidor se haya dirigido contra el proveedor sin haber obtenido de él la satisfacción que jurídicamente le corresponda. Aunque el precepto no acaba de determinar que haya de constituir ese “recurso” previo contra el proveedor, sí que obliga a los estados miembros a establecerlo en sus respectivos ordenamientos, al imponerles que determinen en ellos “en qué medida y bajo qué condiciones se podrá ejercer dicho derecho”. Resulta por ello que las normas de la DCCII sobre conexión contractual han de ser una novedad en nuestro ordenamiento por la extensión de su alcance hasta una parte de los pagos con tarjeta de crédito —con los límites vistos en el apartado anterior—, pero no por establecer un régimen de defensas para el consumidor más intenso que el general de la LCC vigente.

La principal novedad de la DCCII en materia de mecanismos de protección del consumidor a crédito es el derecho de desistimiento⁽⁴⁸⁾, establecido en su art. 14. Éste constituye el instrumento más radical de protección de los intereses del consumidor reconocido en el derecho comunitario, mediante cuyo ejercicio se permite la desvinculación de aquél del contrato de crédito pactado⁽⁴⁹⁾. En concreto, como mínimo⁽⁵⁰⁾, nuestro ordenamiento habrá de atribuir al consumidor financiado la posibilidad de desistir unilateralmente del contrato de financiación en el plazo de catorce días⁽⁵¹⁾. La utilización de esta facultad atribuida legalmente dejará sin efecto la declaración de voluntad del consumidor, deshaciendo el vínculo contractual con la entidad financiadora y obligando a las partes a la restitución de las prestaciones que ya se hubieran intercambiado: el consumidor habrá de devolver las sumas recibidas, mientras la entidad financiadora deberá retornar inmediatamente todo pago de la financiación ya

(47) Art. 15.2 de la DCCII.

(48) El derecho de desistimiento se ha explicado, en general, como un instrumento de defensa del consumidor frente a la sociedad de consumo, caracterizada por una oferta masiva de productos y servicios que le llevan, en no pocos casos, a “adquisiciones inservibles” [vid. J. SÁNCHEZ-CALERO GUILLARTE, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 98 (2005), p. 102].

(49) El derecho se ha configurado al modo de los derechos de desistimiento que preexistían en el derecho derivado comunitario y, en particular, del que ya estaba previsto en la Directiva 2002/65/CE, sobre comercialización a distancia de servicios financieros.

(50) En virtud de la política normativa de armonización total, la DCCII requiere de todos los estados miembros la implementación de un derecho de desistimiento “débil” cuyo ejercicio tenga por efecto la terminación del contrato de crédito al consumo. No obstante, la propia directiva reconoce en su Considerando 9 la competencia de los estados miembros para desarrollar —o conservar— en sus legislaciones internas un derecho de desistimiento “fuerte”, que, en caso de ser empleado por el consumidor, provoque la terminación del contrato de venta o prestación de servicios, que el crédito concedido ha servido para financiar.

(51) Que comenzará a contarse, bien desde la fecha de suscripción del contrato, bien desde aquella en la que el consumidor reciba las condiciones contractuales y la información específica sobre la financiación —requerida por la propia DCCII—, si es que esa fecha fuera posterior a la de suscripción del contrato (art. 14.1 de la DCCII).

realizado por aquél, no pudiendo retener —o, en su caso, exigir— más que los magros intereses correspondientes al período que medie entre la entrega de la financiación y la alegación del derecho⁽⁵²⁾.

Comparando los requisitos que determinan cuándo pueden utilizarse cada uno de los mecanismos de defensa de los intereses del consumidor vistos en los dos párrafos anteriores, resulta que mientras que el derecho de desistimiento cubre un espacio incomparablemente más amplio de supuestos de insatisfacción del consumidor —no es preciso que concurra ninguna de las circunstancias relativas al contrato con el proveedor que permitirían la extensión de las facultades defensivas—, la conexión contractual permite su ejercicio en un período de tiempo mucho más prolongado, no limitado por el de catorce días previsto para el anterior.

Las diferencias entre los requisitos de aplicación de los dos mecanismos de protección sustancial de la DCCII no tienen nada de arbitrario. El reconocimiento de un derecho de desistimiento que no requiere de la alegación de condición sustancial alguna se explica cuando se considera su función de proteger al consumidor que adquiere unas obligaciones financieras que, primero, le vinculan durante un período de tiempo que puede finalizar mucho después del momento de la celebración de un contrato y, segundo, cuyas circunstancias —dadas las características de los negocios de consumo en general, y de los de financiación de éste, en particular— bien pudieran privarle de conocer ofertas de financiación en competencia con la aceptada, que contuviesen condiciones más favorables para sus intereses⁽⁵³⁾. La limitación a un período de tiempo tan corto como el de catorce días es una exigencia de la funcionalidad económica del derecho de desistimiento, pues de no establecerse, o de concederse un período de tiempo más prolongado, la inevitable elevación de los costes de las entidades de crédito por la incertidumbre respecto a la efectividad de los contratos pactados sería, muy probablemente, superior a los beneficios obtenidos por la mejora de la competencia en las ofertas de financiación⁽⁵⁴⁾.

En cambio, en el caso de la conexión contractual⁽⁵⁵⁾, puesto que el período de su empleo para la defensa de la posición jurídica de los consumidores se puede extender mucho más allá en el tiempo, sólo la limitación de los supuestos de hecho que permiten su invocación contiene los costes de su reconocimiento legal hasta términos

(52) Vid. M.A. LÓPEZ SÁNCHEZ, “La Prevención del Sobreendeudamiento en la Propuesta de Directiva sobre Crédito a los Consumidores”, *Études de Droit de la Consommation. Liber amicorum Jean Calais-Auloy*, Dalloz, 2004, pp. 636-639.

(53) Vid. H.W. MICKLITZ, “The Concept of Competitive Contract Law”, *Penn State International Law Review*, 23 (2005), pp. 575 y ss.

(54) Producidos por la consecuente incertidumbre sobre el valor de los negocios de los que se “desistirá” y por las amplias posibilidades de un uso abusivo del derecho (entiéndase por tal uno contrario a su función económica descrita de favorecer la comparación *ex post* de ofertas concurrentes).

(55) Cuya función económica, relacionada con la insatisfacción del consumidor, analizaremos en la Parte siguiente.

que respetan la funcionalidad de los contratos de venta o suministro de servicios financiados.

Existe, pues, una relación de complementariedad entre la protección de los usuarios de tarjetas de crédito a través de las figuras de la conexión contractual y del derecho de desistimiento. Puesto que las condiciones generales mínimas de aplicación de ambas a los pagos con tarjeta de crédito coinciden, cubrirán el mismo espectro de aquellos de manera armonizada en todos los estados miembros.

Así, la transposición española de la DCCII intensificará la protección de los usuarios de tarjeta de crédito cubiertos por la disposición, produciendo un corte nítido en nuestro ordenamiento entre dos estratos de pagos con tarjeta, uno caracterizado por una protección “fuerte” —por la aplicación complementaria del derecho de desistimiento y la conexión contractual— y otro de protección muy “débil”, en el que ninguno de estos mecanismos estará disponible para sus usuarios. Se hace inevitable indagar las consecuencias sobre el bienestar colectivo de esta bipolar delimitación de derechos, analizando, para ello, los fundamentos microeconómicos del fortalecimiento legal de la posición de los consumidores a crédito.

IV. LA LÓGICA DE LA EXTENSIÓN LEGAL DE LAS DEFENSAS NEGOCIALES DE LOS DEUDORES POR EL USO DE LAS TARJETAS DE CRÉDITO Y EL BIENESTAR COLECTIVO

Hasta este punto hemos analizado el modo con que la extensión de las defensas negociales del deudor por una operación de crédito al consumo rige —o habrá de regir⁽⁵⁶⁾— los pagos con tarjeta en nuestro ordenamiento. Aquello que tenemos pendiente es el examen de las razones que justifican la adopción legal de esta solución, y en consecuencia de la conveniencia —o no— de su aplicación a los pagos con tarjeta que no quedan cubiertos por este sistema de protección en la normativa vigente y, sobre todo, a aquellos que tampoco habrán de quedar necesariamente cubiertos por él tras la implementación de la DCCII.

A ese fin, es imprescindible un examen de los argumentos que explican la contribución al bienestar colectivo de la extensión de la facultad de alegación de defensas de consumidor. La cuestión no está exenta de implicaciones epistemológicas porque en un análisis económico neoclásico-ortodoxo de la cuestión —entiéndase por tal uno que asume información completa y racionalidad en el comportamiento de las personas— los efectos de la extensión de las defensas del consumidor no son demostrables.

En efecto, si se parte de un comportamiento racional e informado de todas las partes involucradas en una relación de crédito al consumo, difícilmente puede predicarse la mayor eficiencia del reforzamiento legal de la protección del consumidor. Es del todo intuitivo que si a las entidades financieras se les impone legalmente el riesgo adicional derivado de la posible alegación por los consumidores de las excepciones

(56) Tras la implementación de la DCCII.

que hubieran podido invocar frente a los proveedores de los bienes o servicios adquiridos, responderán a esta elevación del riesgo del crédito con una elevación paralela del tipo de interés al que están dispuestas a financiar las operaciones de consumo afectadas. Como resultado de ello, desde las premisas “ortodoxas” citadas, la adopción legal de la extensión de las facultades defensivas sería irrelevante desde el punto de vista del bienestar del conjunto de la sociedad e, incluso, del de los consumidores financiados considerados como grupo⁽⁵⁷⁾; en otras palabras, la aplicación de esta técnica legal equivaldría a un juego de ganancia cero (*zero sum game*).

Pero es claro que un análisis del comportamiento de los consumidores que les presuponga información completa sobre lo que contratan y racionalidad plena en su decisión es uno que sólo puede aspirar a reflejar muy imprecisamente la realidad. En ésta, el comportamiento de los consumidores se caracteriza, precisamente, por su información limitada sobre las características completas de los bienes o servicios que adquieren y por determinadas pautas psicológicas que apartan sus decisiones de las que cabría esperar de los sujetos racionales, que presupone la economía neoclásica.

Por ello, las consecuencias económicas de la extensión de las facultades defensivas en la financiación de los consumidores sólo pueden aprehenderse completamente cuando se consideran las limitaciones de información y los sesgos cognitivos que condicionan su proceso de toma de decisiones. Una vez tenidos en cuenta estos elementos aparecen con nitidez los efectos de la regla sobre la demanda de financiación al consumo, y, especialmente, cómo ésta optimiza su concesión.

El núcleo del razonamiento que reivindicamos no tiene nada de novedoso: hace ya más de treinta años que el análisis económico del derecho demostró cómo la imputación de la responsabilidad a las entidades financieras que la extensión de las facultades defensivas del consumidor provoca es capaz de producir beneficios sociales netos y no una simple redistribución del riesgo entre los sujetos involucrados en una relación de consumo⁽⁵⁸⁾. La premisa básica de este análisis es que los consumidores no son capaces de apreciar, ni de sopesar por completo, las consecuencias inducidas por aquellas estructuras negociales, como la delegación de pagos, que reducen sus posibilidades de defensa al provocar *de facto* la pérdida de las excepciones al cumplimiento de su obligación nacidas de sus relaciones jurídicas con el suministrador del bien de que se trate. En parte, ello es consecuencia de las limitaciones de la información a la

(57) En ese caso, sólo puede acudir para justificar su vigencia a una lógica normativa de reparto de las pérdidas (*loss-spreading*), que sólo pretende disminuir las consecuencias de su impacto, dispersándolas entre un mayor número de individuos, y/o durante un periodo de tiempo más prolongado, *vid.* W.H. LAWRENCE y J.H. MINAN, “The Effect of Abrogating the Holder-in-Due-Course Doctrine on the Commercialization of Innovative Consumer Products”, *Boston University Law Review*, 64 (1984), pp. 337 y ss.

(58) *Vid.* A. SCHWARTZ, “Optimality and the Cutoff of Defenses Against Financers of Consumer Sales”, *Boston College Industrial and Commercial Law Review*, 15 (1974), pp. 499 y ss. o, más en general, *vid.* C.P. GILLETTE, A. SCHWARTZ y R.E. SCOTT, *Payment Systems and Credit Instruments*, Foundation Press, 1996.

que pueden tener acceso acerca de las probabilidades de cumplimiento defectuoso por parte del proveedor del bien o servicio contratado⁽⁵⁹⁾.

Además —como ha demostrado la economía experimental durante las últimas dos décadas— los consumidores son proclives a padecer sesgos cognitivos en la apreciación de los riesgos inherentes a eventos futuros con baja probabilidad de ocurrir —o, mejor, cuya ocurrencia se percibe como de baja probabilidad—, minusvalorando su incidencia sobre su futura situación patrimonial. En el momento de la adquisición de un bien o servicio, su posible malfuncionamiento es uno de esos eventos poco probables, que todavía lo son menos en la representación que de él se hacen los consumidores.

La combinación del déficit de información y los sesgos cognitivos que condicionan el comportamiento de los consumidores tiene como consecuencia general la formación de una demanda de crédito al consumo por encima de sus niveles socialmente óptimos. Ello ocurre al no ser internalizadas por los proveedores todas las consecuencias del riesgo de fallo de los bienes o servicios que comercializan, y, consiguientemente, de no ser trasladado ese riesgo adicional a sus precios de venta, lo que induce a los consumidores a la adquisición de aquellos por encima del nivel socialmente deseable⁽⁶⁰⁾.

Desde esa representación del comportamiento de los consumidores se entiende con sencillez la función de la extensión de sus defensas frente al proveedor hasta la reclamación de pago de las entidades de crédito financiadoras. Nótese que el efecto inmediato de esta regla es el de trasladar los riesgos vistos al patrimonio de la entidad que haya financiado la operación de consumo que sea. De esta manera, el trasvase de las pérdidas —cuando se produzcan— desde el cliente a la entidad financiera es sólo el efecto *ex post* necesario para que se produzca el efecto *ex ante* realmente útil para el bienestar colectivo: la valoración por la entidad financiera de los riesgos inherentes a la operación, sustituyendo al consumidor en esta operación. Puesto que las entidades financieras están menos condicionadas por las asimetrías de información sobre la calidad de los productos consumidos —la repetición en el tiempo de las operaciones permite extraer datos estadísticos sobre su probabilidad de fallo— y por buena parte de los sesgos cognitivos vistos —su decisión es sustancialmente menos emocional que la de los consumidores— su valoración *ex ante* de los riesgos presentados por la operación tenderá a ser más cercana a la realidad que la efectuada por estos.

La primera consecuencia de la extensión de las facultades defensivas de los consumidores frente a las entidades de crédito es que su cálculo más completo de los riesgos de las operaciones de consumo llevadas a cabo por aquellos se reflejará en un

(59) Vid. W.H. LAWRENCE y J.H. MINAN, *Boston University Law Review*, 64 (1984), pp. 338 y ss.

(60) Vid. E. RENUART y D.E. THOMPSON, “The Truth, The Whole Truth, and Nothing but the Truth: Fulfilling the Promise of Truth in Lending”, *Yale Journal on Regulation*, 25 (2008), pp. 181 y ss.

aumento del tipo de interés ofrecido⁽⁶¹⁾, cuyo valor será superior al del riesgo de incumplimiento o cumplimiento defectuoso según la estimación errónea de los consumidores. Dicho de otra forma: la imputación del riesgo a la entidad financiera permite internalizar el coste real de la operación de consumo en el precio de su financiación, mediante la elevación del interés cobrado por la financiación de la operación. Desde el punto de vista del bienestar colectivo, lo relevante de ese aumento del tipo de interés es el modo en que producirá una reducción de la demanda de financiación respecto a la que existiría de ser asignada directamente a los consumidores, situándola en los niveles socialmente óptimos.

La segunda consecuencia —que puede ser concurrente o alternativa a la primera— es la incentivación del cumplimiento satisfactorio por parte del proveedor del bien o servicio, dado que la entidad de crédito buscará minimizar sus pérdidas tanto mediante el control *ex ante* de la calidad y compromiso de los proveedores a cuyos consumidores financia como mediante el pacto de derechos de “recurso” contra aquellos, en el caso de alegación de excepciones “conexas” por estos⁽⁶²⁾. El ejercicio práctico de ese derecho de recurso es particularmente sencillo en el caso de la financiación mediante tarjeta porque las reglas internas de los sistemas de pago⁽⁶³⁾ permiten a las entidades de crédito recuperar las cantidades previamente abonadas por determinadas operaciones. Este proceso de retrocesión⁽⁶⁴⁾ de los pagos⁽⁶⁵⁾ (*charge-backs*) facilita que, en última instancia, se devuelvan las consecuencias de la responsabilidad patrimonial legalmente impuesta a la entidad financiadora al comerciante que llevó a cabo el negocio impugnado. Como resultado de esa internalización del riesgo de “fallo” del

(61) El aumento equivaldrá a la diferencia entre el tipo de interés que una entidad de crédito carga cuando afronta los riesgos derivados del posible padecimiento de las consecuencias de la alegación de las excepciones y el, inferior, cobrado cuando, en cambio, puede defenderse de ellas.

(62) *Vid.* W.H. LAWRENCE y J.H. MINAN, *Boston University Law Review*, 64 (1984), p. 338.

(63) Que son aceptadas por los proveedores en la parte que les concierne en los contratos de adhesión a ellos.

(64) La figura no está prevista específicamente en nuestra legislación. Ni siquiera la reciente regulación de los servicios de pago por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, se ocupa del asunto que, por ello, continuará siendo ordenado por las normas internas de cada uno de los sistemas de pagos.

(65) Éstos se llevan a cabo invirtiendo el orden de la secuencia de actos que se produjo para efectuar el pago inicial: la entidad emisora envía la correspondiente reclamación a la organización de sistema de pagos para recuperar las cantidades que abonó de la entidad adquirente que, en su momento, las recibió. Cuando la reclamación se ajuste a las reglas de forma y sustancia previstas por el sistema de pagos, éste procederá al cargo de la cantidad de que se trate en la cuenta corriente de la entidad adquirente y a su abono en la abierta por la emisora. La entidad de crédito adquirente repercutirá, entonces, el pago sobre el comerciante adherido, para lo que está facultado merced al contrato que vincula a ambos, de modo que, en última instancia, el riesgo por la alegación de excepciones retornará a quien propició los hechos que causaron su efectiva oposición.

bien o servicio por quienes lo proporcionan, aquél será incorporado al precio de venta de éstos⁽⁶⁶⁾.

A la vista de todo lo expuesto en esta Parte, puede convenirse en que mediante la imputación imperativa del riesgo al financiador el ordenamiento jurídico es capaz de crear valor para el conjunto de la sociedad. En otras palabras, la regla que impide a quien ha financiado una operación de crédito al consumo enervar los efectos de la alegación de excepciones realizada por el deudor, sobre la base de sus relaciones con el suministrador del bien o servicio de que se trate, dista mucho de establecer un juego de ganancia social cero en el que meramente se produzca una reubicación de la pérdida por la operación, desde un patrimonio a otro.

V. CONCLUSIONES Y PROPUESTA DE REGULACIÓN EN ESPAÑA

1. Sentido de las limitaciones de la protección de los usuarios de tarjeta de pagos en la DCCII y valor para la implementación española

La demostración de que la extensión de las facultades defensivas de los consumidores financiados frente a las entidades financieras contribuye al bienestar colectivo pone en evidencia la inidoneidad de la vigente regulación española, y la insuficiencia de la regulación prevista en la DCCII. A este último respecto, remitimos a lo mostrado en la Parte III de este trabajo en la que hemos expuesto cómo la implementación de las reglas previstas por la DCCII en España ha de producir cambios en nuestra normativa sobre crédito al consumo, que amplían la cobertura general de las normas sobre conexión contractual y, por ello, del alcance de su aplicación a los pagos con tarjeta de crédito, pero en la que, sin embargo, también ha salido a la luz que los supuestos de hecho previstos para su aplicación por las nuevas normas europeas no alcanzan a cubrir los pagos de “conveniencia” con tarjetas de crédito, los cuales representan la gran mayoría de los realizados en nuestro país.

Por ello, una implementación española constreñida en su ambición regulativa a lo previsto en la DCCII producirá un derecho de la financiación al consumo de efectos económicos subóptimos, que relegará la calidad de nuestra regulación a niveles inferiores a los de los países con sistemas de pago más desarrollados. Así, en los Estados

⁽⁶⁶⁾ Pero, incluso en aquellos casos en que las reglas contractuales aceptadas por el proveedor determinen que la responsabilidad haya siempre de retornar a él, su asignación inicial a las entidades financieras será relevante. Y ello porque éstas continuarán afrontando los riesgos de insolvencia del comerciante y de su resistencia al abono de la responsabilidad por el negocio de que se trate, razón por la cual la probabilidad de satisfacción —o insatisfacción— jurídica de la persona financiada habrá de seguir siendo objeto de su valoración *ex ante* de la operación. Por ello, sobre la entidad emisora continúan operando los incentivos para la adecuada valoración del precio del bien o servicio de que se trate, aun cuando, por vía contractual, la responsabilidad final por el pago se proyecte sobre los comerciantes adheridos.

Unidos ⁽⁶⁷⁾ y en el Reino Unido ⁽⁶⁸⁾ —además de otros países de la Unión Europea ⁽⁶⁹⁾— existen reglas legales que permiten al titular de una tarjeta de crédito conservar las excepciones que podrían esgrimir frente al proveedor del bien o servicio, que, aun dependiendo en su aplicación de determinadas condiciones específicas, fijadas en cada ordenamiento, cubren la mayoría de los pagos de esta naturaleza.

Además de los resultados del análisis microeconómico y de las sospechas que levanta una revisión de derecho comparado, la mera consideración de las bases normativas de la DCCII produce más indicios todavía de que una transposición que se limite a establecer en nuestra legislación las reglas y estándares comunes en la nueva directiva, sin ir más allá del cerco de supuestos de hecho que está obligada a abarcar, está condenada a quedarse corta en su regulación del crédito al consumo dispuesto mediante tarjeta. Para entender por qué, conviene aclarar el sentido de la política de armonización seguida por el regulador europeo en la DCCII, porque parece existir cierta confusión al respecto de sus propósitos en esta disposición —y en el resto de las emanadas para ordenar el derecho de los contratos con consumidores en la UE—.

La DCCII es una norma creada en desarrollo del mandato general del artículo 95 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, cuyo objetivo es la construcción de un mercado interior europeo. En coherencia con ello, el objetivo básico de la

⁽⁶⁷⁾ En concreto, los pagos con tarjeta de crédito pueden quedar afectados por la Sección (§) 170 (a) de la *Truth in Lending Act*, la cual priva, con carácter general, a los acreedores que tengan el estatus de *holder-in-due course* —el equivalente, en el derecho anglosajón de los medios de pago, al titular de un derecho de cobro de naturaleza abstracta en el ordenamiento cambiario español— de su posición jurídica privilegiada, obligando, en el caso que nos ocupa, a las entidades de crédito emisoras de las tarjetas a cobrarse bajo las condiciones de riesgo jurídico-privado que afectarían a la pretensión de un acreedor común —es decir, de uno que no hubiera adquirido la mencionada condición de *holder-in-due course*—. Como se ve, la estructura jurídico-privada básica de la Sección 170 (a) de la TILA es análoga a la del artículo 15 de nuestra LCC. Lo más interesante del caso estadounidense es cómo, en la práctica, las organizaciones de sistemas de pago que gestionan las principales tarjetas bancarias reconocen a los titulares de tarjetas, en sus reglamentos internos, derechos que van más allá de lo expresamente dispuesto en la legislación federal en comentario. En las normas internas de funcionamiento de estas, el banco emisor que reciba una reclamación de un titular de tarjeta sobre la base de los derechos de defensa frente al cobro que le son reconocidos legalmente procederá a la automática reversión de los cargos efectuados por los pagos que se impugnen, sin entrar a cuestionar los méritos de la defensa invocada. Tales normas internas informan los contratos de emisión ofrecidos por las entidades de crédito. Como resultado de ello, puede decirse que más que un derecho de oposición al pago se reconoce un principio de reversibilidad de éste, cuando estén en juego los intereses tutelados por la normativa sobre protección al usuario del crédito al consumo.

⁽⁶⁸⁾ Donde los titulares de las tarjetas de este tipo pueden utilizar en defensa de sus derechos la Sección 75 de la ley británica de crédito al consumo (*Consumer Credit Act* de 1974), que les permite dirigirse contra los emisores de aquellas para reclamarles por el incumplimiento de las condiciones contractuales subyacentes.

⁽⁶⁹⁾ Vid. A.S. ROSENBERG, “Better than Cash? Global Proliferation of Payment Cards and Consumer Protection Policy”, *Columbia Journal of Transnational Law*, 44 (2006), p. 536.

DCCII⁽⁷⁰⁾ es eliminar las sustanciales diferencias existentes en las legislaciones sobre crédito al consumo de los estados miembros, en la medida en que tales disparidades obstaculizan la creación de un mercado interior en este ámbito.

La protección del consumidor no es el objetivo directo de la DCCII —no podría serlo— sino sólo uno instrumental, que se persigue por su utilidad para la creación de un mercado interior europeo para el crédito al consumo⁽⁷¹⁾. Este carácter secundario del objetivo de protección del consumidor es, seguramente, la principal causa de la pobreza conceptual de los presupuestos de política normativa sobre los que se asienta la DCCII, que responde a unas consideraciones sobre la realidad del crédito al consumo retrasadas respecto del estado de su análisis científico. En particular, esta disposición, como el resto del derecho europeo de contratos, parte de una representación del comportamiento del consumidor que está lejos de lo que la psicología cognitiva y la economía del comportamiento nos enseñan sobre éste⁽⁷²⁾. Una lectura de los considerandos de la directiva revela que la regulación comunitaria toma como referencia una representación teórica del consumidor como uno en posición de “debilidad” por la asimetría de su información respecto a las condiciones y efectos de la financiación contratada, pero que ignora todas las debilidades, insuficiencias y sesgos cognitivos que alejan la formación de su juicio del que prediría una modelización racional de su comportamiento.

Es como consecuencia de ello que no pueda esperarse que de la implementación rasa de los estándares de protección de la DCCII resulte un derecho nacional del crédito al consumo con niveles de protección socialmente óptimos⁽⁷³⁾.

2. La irrelevancia para los supuestos de insatisfacción con el proveedor del derecho de desistimiento previsto en la DCCII

Como hemos expuesto en la Parte III, el derecho de desistimiento previsto en la DCCII posee, en su versión “de mínimos”, un carácter complementario respecto de la protección ofrecida por las normas sobre conexión contractual, careciendo de consecuencias sobre los efectos del contrato de suministro de bienes o adquisición de servicios a que el crédito sirve.

No obstante, si en lugar de esta versión “de mínimos” nuestro legislador optase por implementar la norma comunitaria con un derecho de desistimiento “fuerte”, al

⁽⁷⁰⁾ Expresado en sus siete primeros considerandos.

⁽⁷¹⁾ Sobre la encrucijada en la que se encuentra el derecho de contratos europeo, entre el desarrollo de códigos para toda la UE o la conservación de los derechos nacionales, *vid.* H.W. MICKLITZ, *Penn. State International Law Review*, 23 (2005), pp. 549 y ss.

⁽⁷²⁾ *Vid.* H.W. MICKLITZ, *Penn. State International Law Review*, 23 (2005), p. 562.

⁽⁷³⁾ Considérese a este respecto que, puesto que buena parte de la última generación de normas nacionales de protección de los consumidores responde a una política normativa que, a diferencia de la comunitaria, sí está ya inspirada por ese conocimiento formal de cómo se comportan los consumidores en el mundo real, en muchos estados miembros la implementación de la DCCII no supondrá una intensificación sustancial de las protecciones ya en vigor.

modo en que la propia DCCII admite en su considerando 9, entonces su ejercicio determinaría la terminación del contrato de adquisición de bienes o servicios conexo con la concesión de crédito.

Lo relevante para nuestro análisis es que tampoco en el poco probable⁽⁷⁴⁾ caso de que el derecho de desistimiento se incorporase a nuestro ordenamiento en su versión “fuerte” podría sustituir de forma perfecta los efectos tuitivos de la extensión de las facultades de alegación de excepciones frente a las entidades financieras. Aunque, en ese caso, el titular de la tarjeta de crédito podría utilizar el derecho de desistimiento para paralizar el pago de la adquisición de un bien o servicio que no se ajustara a las características pactadas, el ejercicio de esa facultad estaría limitado al plazo de catorce días previsto en la DCCII, cuya cortedad lo hace inapto para permitir la evaluación de la calidad de la mayoría de bienes o servicios adquiridos y, con ello, el cumplimiento de su proveedor.

3. Una propuesta para la nueva regulación española del crédito al consumo

Por ello, para contribuir de manera óptima al bienestar colectivo, postulamos que la futura regulación española de los pagos con tarjeta de crédito⁽⁷⁵⁾ dote a las normas sobre conexión contractual de un alcance que permita a los consumidores emplear las

⁽⁷⁴⁾ La oposición al reconocimiento general del derecho de desistimiento para las operaciones de crédito al consumo ha sido muy fuerte durante todo el proceso de elaboración de la DCCII, habiendo provocado un retraso de, al menos, un par de años, respecto al calendario previsto para su aprobación. De hecho, se ha cuestionado si, en lugar de conseguirse el efecto fundamental de reducción del precio de la financiación al consumo, las nuevas obligaciones impuestas a las entidades de crédito producirán la elevación de los intereses y comisiones cobradas por estos servicios financieros. Aunque no es propósito de este trabajo estudiar el valor social del derecho de desistimiento, es ineludible señalar que, a pesar de que la imposición a las entidades de crédito de nuevas cargas y riesgos adicionales, les obligará a trasladar su coste a los consumidores, antes de emitirse un juicio completo sobre su valor social, han de compararse estos efectos con los producidos por el incremento de la competencia —que producirán un impulso de sentido contrario mediante la reducción de los precios—. En cualquier caso, de los grupos de interés formados por los profesionales del crédito al consumo cabe esperar una oposición férrea a la implementación de un derecho de desistimiento “fuerte”, que, en una época de incertidumbre sobre el estado del balance de nuestras entidades de crédito, tiene todos los visos de influir en unos reguladores muy preocupados con los niveles de riesgo ya asumidos en su patrimonio como para considerar reglas que los puedan impulsar al alza.

⁽⁷⁵⁾ Quedan fuera de nuestra propuesta los pagos con tarjeta de débito para los que, como consecuencia de su efecto de detracción inmediata por las entidades de crédito de los fondos correspondientes en las cuentas de su titular, no tiene sentido reconocer un derecho de oposición posterior a la operación de “compra”. En su caso, habría de reconocerse un derecho de reversión del pago ya realizado a la entidad de crédito que, sin embargo, a día de hoy no existe ni siquiera en los ordenamientos de régimen más favorable a los usuarios de tarjeta de crédito. Así, en el caso de los Estados Unidos el pago con tarjetas de débito se considera una transferencia electrónica de fondos, que, por ello, queda fuera del alcance legal de la protección que a los pagos con tarjetas de crédito confiere la TILA. En cambio, para la protección de los usuarios de una tarjeta de débito se establece una pieza normativa distinta del derecho federal: la *Electronic Fund Transfer Act* (EFTA), cuyas reglas no prevén un dispositivo tuitivo análogo al

excepciones de incumplimiento, cumplimiento parcial y cumplimiento defectuoso frente a las entidades de crédito emisoras-delegadas, cualquiera que sea el periodo escogido para la liquidación de la deuda contraída con ellas.

Además, puesto que se trata de una normativa destinada a ordenar las relaciones entre partes con niveles de sofisticación jurídica y financiera muy diferentes, nuestra futura LCC debería hacer explícita la aplicación de la conexión contractual a todo tipo de pagos con tarjeta de crédito, incluyendo los pagos de conveniencia, zanjando, de una vez por todas, las dudas al respecto y asegurando la debida información a los consumidores de la vigencia de esta protección legal.

Esta solución normativa interna es conforme a nuestras obligaciones como estado miembro de las comunidades europeas. Una cierta aclaración al respecto de esta conformidad con el ordenamiento comunitario es pertinente, porque parece existir cierta confusión el respecto de las implicaciones de la técnica de armonización total adoptada por la Comisión Europea en el diseño de la DCCII. De entrada, es cierto que la armonización total implica que los consumidores de todos los estados miembros se beneficien de un nivel equivalente de protección, lo que impide que puedan introducirse disposiciones nacionales distintas de las previstas por directiva. Sin embargo, esta restricción del contenido de la regulación del crédito al consumo en los estados miembros “sólo debe aplicarse cuando haya disposiciones armonizadas”⁽⁷⁶⁾ en las DCCII que ordenen los supuestos de hecho que sean, de modo que, en el caso de que éstas no existan, los estados miembros son libres de mantener o adoptar disposiciones armonizadas.

De esta manera, al excluir explícitamente de la aplicación de sus normas los pagos con tarjeta en “los cuales el crédito deba reembolsarse en el plazo de tres meses y por los que sólo se deban pagar unos gastos mínimos”, la DCCII también libera el terreno para una regulación nacional que proteja a los usuarios de tarjetas, más allá de los supuestos armonizados en la directa comunitaria.

Nuestra propuesta no es una de protección absoluta de los titulares de tarjeta de crédito —o, si se prefiere, de imputación en exclusiva del riesgo a las entidades emisoras—. En cambio, hemos tenido en cuenta la experiencia de los ordenamientos que ya reconocen la extensión de defensas en los pagos con tarjetas, en los cuales existen

contenido en la Sección 170 (a) de la TILA. Como consecuencia de ello, el consumidor que paga con tarjetas de débito se sitúa en una posición jurídica inferior frente a las reclamaciones de pago de las entidades de crédito respecto a la que se configura en la TILA para quienes lo hacen mediante tarjetas de crédito. A los efectos de la ley estadounidense, el pago realizado con una tarjeta de débito es tan definitivo como el efectuado con dinero en metálico o papel moneda. El estado legal de la cuestión, sin embargo, ha sido cuestionado en una literatura reciente que destaca el hecho de que los consumidores utilizan las tarjetas de crédito y débito de modo indistinto para pagos de “conveniencia” sin conocimiento de esta sustancial diferencia en sus respectivos regímenes jurídicos [*vid.* R.J. MANN, “Making Sense of Payments Policy in the Information Age”, *Georgia Law Journal* (2005), pp. 633 y ss.].

⁽⁷⁶⁾ Considerando 9, DCCII.

límites y condiciones a su alegabilidad frente a las entidades de crédito emisoras⁽⁷⁷⁾. Tales límites y condiciones pueden sintetizarse en cuatro grupos relacionados, respectivamente, con la cuantía del pago, la distancia geográfica entre el lugar en el que se realizó y el domicilio del titular, la prueba del incumplimiento⁽⁷⁸⁾ y, por último, la previa intimación al proveedor del bien o servicio para que cumpla adecuadamente el negocio pactado⁽⁷⁹⁾. Es pues inevitable plantearse cuáles de tales requisitos han de incorporarse a la regulación española de los pagos con tarjeta que postulamos. Esta tarea puede simplificarse en buena medida porque, como quiera que el límite exacto del requisito cuantitativo es puramente convencional⁽⁸⁰⁾, y que el de prueba del incumplimiento⁽⁸¹⁾ es ancilar a una hipotética reclamación previa al proveedor, prescindimos del análisis del primero y agrupamos con su principal el del segundo.

Hechos esos descartes, el enfoque sobre aquello que sea necesario —o no— determinar para nuestra propuesta de regulación española se centra en las reglas sobre distancia geográfica del domicilio del titular de la tarjeta y de reclamación previa a aquel que recibió el pago por el bien o servicio incumplido o defectuoso.

En cuanto a las restricciones geográficas de uso de la tarjeta para la alegación de las excepciones, nuestra propuesta es su completa exclusión de la nueva regulación española. Fundamentamos esta propuesta de exclusión tanto en la incompatibilidad de la regla con el desarrollo del comercio a distancia y los pagos internacionales con tarjeta como en la dificultad, para los consumidores e intérpretes del derecho, para conocer cuál ha de entenderse como el lugar de pago de una determinada operación, que permitiría el cálculo de la distancia geográfica, o de la competencia nacional sobre él. La cuestión ha sido ya resuelta de esa forma en el Reino Unido con argumentos contundentes y de valor general: los emisores de tarjetas y los sistemas de pago pueden

(77) *Vid.* A.S. ROSENBERG, “Better than Cash? Global Proliferation of Payment Cards and Consumer Protection Policy”, *Columbia Journal of Transnational Law*, 44 (2006), p. 536.

(78) En el caso británico, la Sección 75 de la *Consumer Credit Act* de 1974 permite la extensión de defensas frente al emisor con la condición de que se aporte una notificación por escrito, que deberá acompañarse de alguna prueba del incumplimiento del comerciante vinculado.

(79) Así, en el caso de la TILA estadounidense, la posibilidad de invocar las excepciones *ex* §170 está sometida legalmente a cuatro condiciones. En primer lugar, la facultad de oponer la excepción desaparece una vez que el titular de la tarjeta paga el recibo que incluya la cantidad correspondiente al pago por el negocio insatisfactorio. La ley federal otorga un derecho a resistirse al pago, pero no a recuperarlo de la entidad emisora una vez que se ha producido [TILA §170(b), Regulación Z, §226.12(c)] [no obstante, *vid.* nota 67]. En segundo lugar, el titular deberá realizar un intento de recuperación, de buena fe, de lo pagado del comerciante adherido que aceptó su tarjeta [TILA §170(a)(1)]. En tercer lugar, la cuantía del pago ha de superar los 50 dólares. Por último, al titular de la tarjeta se le priva de la posibilidad de oponer las excepciones, cuando el pago que pretende realizar se haya producido fuera del estado de residencia o del radio de 100 millas, medido desde el lugar donde haya fijado el domicilio de pago para aquella.

(80) El límite mínimo de 200 euros que marca la DCCII para su aplicación es, no obstante, bastante elevado si se compara con los 50 dólares a partir de los cuales la TILA comienza a aplicarse a los pagos con tarjeta de crédito en los Estados Unidos.

(81) O cumplimiento defectuoso.

ajustar el tipo de interés o, incluso, impedir el uso de la tarjeta en determinadas zonas geográficas y para determinados proveedores, si es que entienden que el riesgo que la norma les impone es excesivo⁽⁸²⁾, y ello con costes de información inferiores a los que soportaría el conjunto de los consumidores al imputárseles el mismo riesgo. Puede añadirse, además, que en una época en la que el mercado de las tarjetas de crédito está en manos de sistemas de pago interconectados, contractual e informativamente, por encima de barreras nacionales, y que incluyen siempre derechos de retrocesión de las operaciones frente a los proveedores, parece razonable anticipar que el coste de la alegación extendida de excepciones habrá de ser internalizado por aquellos⁽⁸³⁾.

Respecto a la reclamación de cumplimiento, el punto de partida de la regulación española ha de ser lo dispuesto con carácter general por la DCCII, la cual condiciona la alegación de excepciones por el consumidor a que previamente “haya recurrido contra el proveedor y no haya obtenido de él la satisfacción a que tiene derecho”⁽⁸⁴⁾. La cuestión crítica a resolver en el derecho interno es la de cuál, o cuáles, actos jurídicos han de entenderse por constitutivos de dicho “recurso”, porque la DCCII difiere a los estados miembros la determinación de si los consumidores han de interponer una acción contra el proveedor antes de poder recurrir contra el prestamista⁽⁸⁵⁾. Considerando el elevado coste del ejercicio de una acción procesal, para lo reducido de la cuantía de la mayor parte de los pagos con tarjeta⁽⁸⁶⁾ la opción legal por la demanda de una acción judicial elevaría los costes administrativos del ejercicio de este derecho, reduciendo directamente los incentivos para su empleo, hasta anularlos en muchos de los pagos más pequeños. Por otra parte, el problema de un requisito de mera reclamación extrajudicial es cómo acreditar que ésta realmente se ha producido para evitar el uso abusivo de estas facultades para los consumidores. Por ello, a nuestro modo de ver, una propuesta normativa óptima ha de combinar la aceptación de la suficiencia de la reclamación de cumplimiento extrajudicial para la extensión de las excepciones frente a las entidades de crédito con la regulación de un procedimiento estandarizado, para la formulación de alegaciones de incumplimiento o cumplimiento defectuoso frente a proveedores que se beneficien de crédito al consumo, que deje una huella documental nítida de tal reclamación⁽⁸⁷⁾.

(82) *Office of Fair Trading vs. Lloyds TSB Bank plc.*

(83) *Vid. A.S. ROSENBERG, Columbia Journal of Transnational Law*, 44 (2006), p. 578.

(84) Art. 15.2 DCCII.

(85) Considerando 38 DCCII.

(86) Los conflictos jurídico-privados producidos por la gran mayoría de los contratos “subyacentes” a operaciones con tarjeta rara vez llegan a ser conocidos por los órganos judiciales.

(87) En el caso de los pagos con tarjeta de crédito, a través de los datáfonos, las entidades de crédito podrían tener conocimiento de la reclamación antes, incluso, de la hipotética retrocesión de los pagos.

CRÓNICA

¿CUAL PODRÍA SER EL MODELO DE “GOVERNANCE” EN ITALIA? (*)

GUIDO ALPA

*Catedrático de Derecho civil de la Sapienza de Roma
Presidente del Consejo Nacional Forense*

RESUMEN

La situación de crisis global que se padece en 2009 ha puesto de manifiesto la necesidad de replantear algunos de los postulados jurídicos y económicos, habida cuenta de su insuficiencia para atajar la problemática. El modelo de “governance” societario que se adopte puede coadyuvar decididamente a ello, entre otro orden de cosas posibilitando una mayor transparencia, pero se requerirá la revisión de las reglas del Mercado y la eliminación de las antinomias legislativas.

Palabras clave: Crisis, gobierno corporativo, transparencia.

ABSTRACT

The global crisis suffered during 2009 has highlighted the need to restudy some of the legal and economic principles, given its failure to tackle the problem. The model of corporate governance adopted, can strongly contribute to this by, among other matters, providing more transparency; but it will be needed the revision of the Market rules and the elimination of all legal contradictions.

Key words: Crisis, corporate governance, transparency.

SUMARIO

- I. PREMISA.
- II. UN ESCENARIO COMPLEJO.
- III. EL PRINCIPIO DE LEGALIDAD Y LAS MEDIDAS URGENTES CONTRA LA CRISIS.
- IV. LA EJECUCIÓN DE LA REFORMA SOCIETARIA Y EL ADVENIMIENTO DE LA CRISIS.
- V. SOCIEDAD POR ACCIONES Y MERCADO FINANCIERO. EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES DE CONTROL.
- VI. LOS REMEDIOS PRESENTADOS.

I. PREMISA

Las razones de la crisis que ha embestido la economía global, y por ende al sistema italiano, ya han sido identificadas con una cierta aproximación, pero la discu-

(*) Traducido por Silvia Díaz Alabart, Catedrática de Derecho civil, UCM.

sión aún está abierta; todavía hará falta un tiempo para comprender plenamente el fenómeno. En todo caso, los primeros análisis denuncian una secuencia en la que han tenido efecto causal, entre otros, algunos factores: la crisis del mercado inmobiliario en los Estados Unidos, la contratación de los préstamos “*subprime*”, la difusión de contratos derivados y productos financieros de alto riesgo, lo inadmisibles de los criterios de “*rating*”, y, más en general, la progresiva preponderancia de la economía financiera sobre la economía real. La “burbuja especulativa” empero ha encontrado en el mercado inmobiliario sólo la ocasión pero no la única razón de la crisis, de manera que son poco persuasivos los argumentos de quien mantiene que si aquel mercado hubiese estado asistido por una mejor defensa de las relaciones jurídicas y si hubieran prevalecido los modelos del “*civil law*” sobre los del “*common law*” se habría podido prevenir todo el fenómeno.

La crisis que caracteriza esta fase histórica es bastante distinta de aquella de la primera posguerra y comienzo de los años treinta. Según la opinión común ha sido la transformación de la economía real en economía financiera, la preponderancia de los productos financieros de alto riesgo, la excesiva liberalización y la blandura de los controles lo que ha propiciado una situación crítica de dimensiones globales.

Desde esta base la discusión se ha ampliado hasta implicar a los propios postulados de la regulación del mercado en las sociedades occidentales; el “ajuste” de la visión liberal, la capacidad del sistema regulador confiado a controles de transparencia y corrección, y por tanto al “*soft law*”, el ámbito de las intervenciones del sector público, los límites de la libertad de los operadores, la vuelta al proteccionismo. Paso a paso el tema se ha ido ampliando y ha terminado por embestir los propios rasgos distintivos del capitalismo post-moderno: se han presentado distintas alternativas a la opinión pública, algunas más marcadamente liberalistas, pero siempre inspiradas en un mercado más regulado, como la defendida por Jaddish Bhagwati, otras encaminadas a recuperar la intervención del estado inspirada en los fines sociales, y por tanto volcada en la tutela de los intereses de los débiles, a la represión de los impulsos especulativos, como la formulada por Joseph Stiglitz.

La inquietud de los analistas ha cambiado en incertidumbre la fiabilidad de los análisis económicos: ante esta prueba la ciencia económica no ha sabido prever la catástrofe y ahora se encuentra dividida sobre los remedios que conviene adoptar. Habiendo defendido en la fase del triunfo del mercado sin Estado y sometido a pocas reglas, ahora se encuentra con el deber de gestionar la fase de su quiebra. O al menos la quiebra de ese modo de concebir el mercado —en particular el mercado financiero— que entendía las reglas jurídicas como otros tantos obstáculos al desarrollo, y las formas jurídicas como un conjunto de instrumentos al que había que contener lo más posible. Evidentemente, formas jurídicas y formas económicas son indisociables, interdependientes y coesenciales.

Las orientaciones de las autoridades nacionales se han dividido en tres modos distintos de actuar: la intervención “*ad adiuvandum*” a las empresas en crisis y el mantenimiento del sistema financiero; la abstención de cualquier clase de interferencia con la natural evolución de la situación, entendiéndola suficiente para poner remedio a la crisis la “mano invisible” de Adam Smith; la ausencia de decisiones y por consi-

guiente de adopción de medidas, posición cercana a la solución abstencionista, pero que se caracteriza por la ausencia de una valoración en conjunto de las causas y de los posibles remedios.

En este contexto parece oportuno repensar sobre todos los componentes del sistema económico, y entre ellos las tipologías de “governance” de la sociedad. Nos podemos preguntar también si existe una relación de causa-efecto entre la marcha del mercado y la “governance” societaria y si las reglas de la organización societaria pueden haber contribuido a crear esta situación crítica y también si los remedios para la crisis deberían pasar también por correcciones, integraciones o alteraciones de los modelos que se han venido utilizando.

¿Hay una conexión entre la crisis del sistema financiero y los modelos de “governance” vigentes en los países en los que la crisis se ha manifestado y nuestra experiencia? ¿El sistema vigente en Italia ha servido para atenuar el fenómeno o presenta puntos vulnerables, de tal tenor que se hace necesario buscar protección? A estas preguntas, que constituyen sólo la punta del iceberg de una situación muy compleja, se ha respondido positivamente por parte de autoridades con distintas competencias y en ámbitos bastante alejados entre sí. Señal inequívoca de que la intervención económica de apoyo no resuelve los problemas, y que en cambio es necesario, para superar la crisis y para preconstituir un organismo para la prevención de otros fenómenos similares que pudieran presentarse en el futuro, intervenir también sobre las reglas de la organización societaria.

¿Cuáles son las primeras referencias útiles para reflexionar sobre la plausibilidad de estas respuestas?

II. UN ESCENARIO COMPLEJO

Algunos asuntos extraídos de las “consideraciones” finales del Gobernador del Banco de Italia son significativos. Las razones de la crisis se individualizan en las “distorsiones de la financiación de los mercados, en ausencia de la regulación y supervisión y en los comportamientos de los intermediarios en los primeros centros inmobiliarios del mundo”. En cuanto a los remedios, más allá de incentivar el empleo y el consumo, la reestructuración de las empresas, la financiación de la economía, la reactivación del mercado de las titularizaciones, la mejora de los amortiguadores sociales, la simplificación administrativa, la coordinación de los mercados financieros a través del “*Financial Stability Forum*”, al completar las intervenciones establecidas por el programa “Basilea 2”, se hace referencia a nuevas formas de “governance”, obviamente con respecto a la empresas bancarias (v. el texto de Mario Draghi en *Il Sole 24 ore*, 30 de mayo 2009, p. 10 y ss.).

Por su parte, la Dirección general para la economía de la Comisión europea (*Economy Forecast, otoño de 2008*) ha hecho previsiones más bien inseguras, país por país; el análisis se refiere a la reducción progresiva del PIL, los vaivenes de los precios de los bienes, la contracción de los préstamos, la lentitud de la recuperación, la reducción del consumo y el crecimiento del paro, el entumecimiento de la competitividad, el

aumento de la inflación, el incremento de la deuda pública, la emersión de fenómenos de proteccionismo.

Las modificaciones de las formas de “governance” corporativa existentes no se han considerado como un instrumento de reacción ante la crisis, pero podría considerarse un remedio implícito si es preciso volver a dar confianza a los inversores y a los consumidores, transparencia a las operaciones financieras, y mejor administración a las empresas.

Los remedios inmediatamente invocados por los economistas ya en las primeras escaramuzas de la crisis (KAUFMAN, “Ocho reglas para un mercado sano”, en *Il Sole 24 ore*, 10 de agosto de 2008, p. 8) son: el abandono de la falta de regulación, la coordinación de las reglas y de los controles a nivel internacional, la armonización de los criterios de “*accounting*”, de comunicación de las noticias y de las prácticas comerciales. Se trata de mejorar la reglamentación, de aportar mayor equidad también en el mercado —en particular en el mercado financiero—, y de asegurar las identidades, también las locales (BOERI, “Un proceso para reescribir el ABC de la economía”, *Festival de la economía de Trento*, Affari&Finanza, La Repubblica, 25 de mayo de 2009, p. 31); de saber coordinar la autorregulación del mercado con las reglas de las “Authorities”, y de recurrir todavía a los instrumentos financieros y de incrementar el capital de la sociedad para asegurar el así llamado “*margin call*” (ZINGALES, “Reglamentemos las finanzas con los Cds”, *ob. cit.*, p. 32); y se ha pensado facilitar las operaciones del “*buy back*” y de reducir los riesgos de escaladas; también si, verdaderamente, las fundaciones en los bancos ex cajas de ahorro, el voto de los impositores en los bancos populares, los pactos de sindicato y las propiedades protegidas familiares han blindado ya la sociedad de posibles adquisiciones hostiles (JADELUCA, “Propiedades blindadas”, Affari&Finanza, *cit.*, 4 de mayo de 2009, p. 16).

Dos seminarios organizados por el Consejo nacional forense italiano han intentado dar nueva luz en este complejo escenario: la sesión introductoria del *IV Curso de puesta al día forense* (Roma, 19-21 de marzo de 2009) se dedicó al principio de legalidad, examinado en sus perfiles constitucionales (por Massimo LUCIANI) civilísticos (por Natalino IRTI), societarios (por Berardino LIBONATI), penales (por Alfonso STILE) y comparatísticos (por Diego CORAPI); por su parte el coloquio anual de la *British Italian Law Association*, con informes de Michael BLAIR, Francesco CAPRIGLIONE, Giuseppe CARRIERO, M.W. GANDY y Carlo SANTINI se ha dedicado al “*credit crunch*” y al papel de las autoridades para la regulación (Roma, 14 de mayo de 2009).

III. EL PRINCIPIO DE LEGALIDAD Y LAS MEDIDAS URGENTES CONTRA LA CRISIS

Ya los casos que le habían dado sus propias características a la experiencia italiana anterior a la crisis financiera —Parmalat, Giacomelli, Cirio y bonos argentinos— habían señalado hasta qué punto el mercado era vulnerable y cómo el sistema de controles, bancarios, financieros y societarios no era fiable.

Procediendo por grados, eran casos que confirmaban primeramente la quiebra de la tesis del liberalismo extremo, que deseaba un mercado árbitro único de su propio

destino, y que documentaban la esencialidad de reglas no sólo fundadas sobre códigos de buenas prácticas, o sobre principios éticos; después documentaban la insuficiencia de los controles internos —del colegio sindical o de los comités de control interno o de miembros “independientes” de los consejos de administración— y la labilidad de los controles externos, encomendados a la sociedad de revisión (legal o voluntaria); señalaban la imperfección de la regulación de transparencia de las operaciones económicas y la insuficiencia de la información a los inversores; confirmaban las preocupaciones despertadas por un control judicial del sistema judicial, ya sea por la causalidad y lo intempestivo de la intervención, ya sea por la imprevisibilidad de sus efectos.

También sobre los remedios adoptados por el legislador italiano su han manifestado dudas.

Las primeras medidas legislativas —Ley de 4 de diciembre de 2008, n. 190 y la L. 28 de enero de 2009, n. 2—, han permitido la suscripción de ampliación de capital de los bancos por parte del Ministerio de economía y finanzas, la concesión de garantías del Estado sobre el pasivo de los bancos, la distribución de créditos por parte del banco de Italia para satisfacer las exigencias de liquidez, la concesión de garantías estatales para la protección de los depositantes, la suspensión de los procedimientos aplicables en caso de crisis de entidades crediticias, la suscripción de obligaciones bancarias especiales, la emisión de instrumentos financieros suscritos por el mismo Ministerio. La intervención del Estado en la economía sin embargo ha despertado cierta perplejidad entre quienes han interpretado estas medidas como un ejemplo sintomático de miopía institucional, volcada a dar rigidez a un sistema lleno de lagunas e incompleto, que se estaba encaminando a modernizar su estructura con la transposición de las directivas comunitarias en materia financiera y societaria. Y justo sobre la “governance” societaria (en particular de los bancos) se ha centrado la atención de los estudiosos.

IV. LA EJECUCIÓN DE LA REFORMA SOCIETARIA Y EL ADVENIMIENTO DE LA CRISIS

El modelo de “governance” introducido por la reforma del 2003 habría debido asegurar una mayor elasticidad del sistema, una acentuación de la perspectiva contractual (como alternativa a la institucional) de relaciones societarias, un recurso más fácil a las financiaciones con la emisión de acciones por un número determinado de los derechos de sus titulares, mayores oportunidades de beneficio con el destino de patrimonios separados a actividades particulares, una mejor elección organizativa con la diversificación de los modelos adaptables a las distintas realidades, una mayor certeza de las relaciones con la menor vulnerabilidad de las deliberaciones, un complejo más articulado de controles, internos y externos. Este sistema redefinía las formas jurídicas, con el fin de hacerlas más competitivas con las ya acreditadas en otros ordenamientos, y de alcanzar una mayor transparencia de las operaciones.

La aparición de la crisis ha demostrado, sobre todo, que las estructuras jurídicas, por sí solas, no bastan para prevenir el desorden financiero, y que el diálogo entre controladores internos y controladores externos debe ser más estrecho. La independencia y la corrección de los controles constituyen, obviamente, la premisa, como se

había prefigurado al comparar la normativa existente en Europa con las nuevas reglas introducidas por la experiencia estadounidense (sobre este punto v. en particular HELLWIG, “The US Concept of Corporate Governance under the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Its effects in Europe”, en *ECFR*, 2007, 3, p. 417 y ss.).

Pero, como se venía diciendo, el escenario es complejo, y los instrumentos para descifrarlo son diversos, si nos fijamos en la conexión entre “governance” societaria, operaciones financieras, sistemas de control y transparencia del mercado.

V. SOCIEDAD POR ACCIONES Y MERCADO FINANCIERO. EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES DE CONTROL

En la Memoria para el año 2007 presentada por el presidente del Consob el 31 de marzo de 2008 ya se contenían asuntos fundamentales sobre la conexión entre la “governance” societaria y el sistema financiero. En efecto se señalaba “la exigencia de reforzar la transparencia en los sistemas de gobierno societario de las sociedades por acciones, dando valor a la complementariedad entre formas de autoregulación y control público”, resultado que se consideraba perseguible mediante las normas introducidas con la reforma del ahorro (L. de 28 de diciembre de 2005, n. 262; D.Lgs. 29 de diciembre de 2006, n. 303) y con la recepción de la directiva comunitaria MiFID, 2004/39/CE, de la directiva sobre las o.p.a. (2004/25/CE), sobre las obligaciones informativas de los emisores (2004/109/CE), sobre prospectos (2003/71/CE) y sobre la actuación del Plano de acción para los servicios financieros. La crisis del mercado *sub-prime*, lo inadmisibles de las agencias de “rating”, los peligros de las operaciones sobre derivados negociados en mercados no reglamentados ya se habían individualizado (Rel. cit., p. 46 y ss., 64 y ss., 69 y ss.; entre los diversos modelos de “governance” societaria se había ensalzado el dual (Rel. cit., p. 76 ss.); se había evidenciado el control de la Autoridad sobre la calidad del trabajo de revisión contable.

Se puede considerar una integración de la Relación el discurso pronunciado por CARDIA en el seminario sobre *Regulación y mercado*, organizado por la Asociación de licenciados LUISS el 29 de abril de 2009, en el que sobre todo se ponen en evidencia las lagunas del sistema bancario y financiero.

Hoy, con el juicio adquirido con lo que ha ocurrido, se podría observar que, no obstante las escaramuzas, no se han podido frenar los embites demoledores activados por la crisis global. De aquí la conclusión de que una corrección del sistema de “governance” sería útil, pero no sería efectiva para prevenir el desplome; la reforma (de la reforma societaria) serviría solamente para contener los efectos negativos de la crisis.

VI. LOS REMEDIOS PRESENTADOS

La elección ofrecida a juristas y economistas parece ahora que deba efectuarse no entre una economía reglada y una economía no reglada, sino entre economía mixta y economía de mercado (VISENTINI, “Sociedad por acciones y mercado financiero”, *Informe sobre la investigación trienal*, Orvieto, 13 de diciembre de 2008). La expe-

riencia contemporánea se inclina por la primera, antes que por la segunda, al menos hasta que la legislación ordinaria no se haya convertido en sistemática y clara, a fin de que las reglas del sector conserven ordenamientos sectoriales autónomos, sustraídos a los principios generales del derecho común, hasta que el contencioso no llegue a adquirir eficiencia, hasta que se mantengan vivos los modelos de administración societaria que tienen el efecto de reducir los controles, más que no hacerlos transparentes y difusos (VISENTINI, *op. cit.*, p. 35).

Un ejemplo de la complejidad e incertidumbre de la legislación lo ofrece la reciente intervención legislativa sobre la protección del ahorro. En el TUB el capítulo I del tit. VI, dedicado a la transparencia de las condiciones contractuales, titulado “operaciones y servicios bancarios y financieros”; en el TUF el tit. II, que contiene reglas sobre el comportamiento contractual y sobre las condiciones contractuales (modificado por el D.Lgs. de 17 de septiembre de 2007, n. 164) está dedicado a “servicios y actividades de inversión”. Es difícil negar que los servicios de inversión no comprendan también los servicios financieros.

No obstante en los actos preparatorios de la propuesta de directiva sobre contratación con consumidores se discute la aplicación de las reglas previstas para los “*financial services*”; en esta propuesta la definición de “*financial services*” es muy amplia, comprendiendo todos los servicios bancarios y financieros, de manera que las distinciones emanadas de lo dispuesto en el TUB y el TUF habrían sido superadas, desde ese punto de vista.

Estando la propuesta de directiva en fase de elaboración, no todas las perplejidades interpretativas han sido ahuyentadas, y no todas las elecciones relativas al ámbito de aplicación se han llevado a cabo. En efecto se discute sobre la extensión de las reglas sobre contratación con consumidores a los servicios financieros. En otros términos, en el actual estado de tramitación de la directiva se prevé que se aplique a estos servicios el capítulo I, en el que se incluyen las definiciones, el capítulo V, sobre cláusulas abusivas, y el cap. VI sobre las reglas finales; se discute, en cambio, sobre la aplicación a estos servicios del cap. III, que se ocupa de la información precontractual y el desistimiento del consumidor.

Las alternativas —puestas en evidencia por el documento de 4 de mayo pasado— son tres: una tiende a excluir la aplicación; la otra también tiende a excluirla pero introduciendo reglas de total armonización para los capítulos I, V y VI; la tercera propone extender la aplicación del cap. III también a los “*financial services*”, con el régimen de armonización total, o con un régimen inicialmente encomendado a los ordenamientos nacionales, más restrictivos (Consejo de la Unión europea, DS 298/09, *Proposal for a Directive on Consumer Rights; in generale sul consumer acquis*, *vid.* los estudios saggi recogidos en *EBLR*, 2009, 3, p. 377 y ss.).

Un ejemplo de la incongruencia entre la regulación general de las relaciones de derecho privado y la regulación especial viene dado por las nuevas normas sobre el conflicto de intereses introducidas por el art. 4, letra b) del D.Lgs. de 17 de septiembre de 2007, núm. 164, en el que se prevé que los intermediarios adopten “todas las medidas razonables para identificar los conflictos de intereses que podrían surgir con los clientes o entre clientes”, y los gestionen “adoptando también medidas organizati-

vas idóneas, de modo que eviten que incidan negativamente sobre los intereses del cliente”. Aparte la repetición, felizmente, de tres cláusulas generales en la misma enunciación normativa (“razonable”, “idónea”, “que incidan negativamente”) —formulación textual que plantea delicados problemas de valoración discrecional en el comportamiento de los operadores— es evidente como el conflicto no se ha contenido, pero de alguna manera se ha codificado, y lo ha hecho incluso de una forma más permisiva de como no lo había sido en la regulación precedente.

Un ejemplo de ineficiencia de las reglas sobre el contencioso y por ende de la administración de la justicia y de la inseguridad de las relaciones jurídicas eran las reglas del proceso societario (l. n. 5 del 2003), procedimiento especial en la actualidad oportunamente suprimido por la reforma de la justicia aprobada recientemente por el Senado en segunda lectura. Y se discute si las reglas sobre la impugnación de las deliberaciones assemblearias, como modificadas por la reforma del 2003, bastante restrictivas respecto al pasado, responden verdaderamente a una exigencia de gobierno eficiente de la s.p.a., o por el contrario no se transforman en un obstáculo para la transparencia de las operaciones económicas y para la tutela de los accionistas.

Un ejemplo de insuficiencia de los mecanismos de control viene dado por los efectos producidos en concreto por la revisión de los balances. Y es curioso que en sede comunitaria se haya propuesto modificar las reglas de la responsabilidad civil de las sociedades de revisión, graduando el daño en consideración a su capital y de lo que hayan facturado, se haya justificado tal propuesta con razones de mayor concurrencia de este tipo de sociedades a lo que conduciría la limitación de su responsabilidad (sobre este punto v. ABI, *Position Paper*, junio de 2008).

Finalmente, por lo que respecta a los modelos de “governance”, la predisposición de una arquitectura normativa abierta y elástica, con la opción entre el sistema monista, dual o tradicional, tal para favorecer a los inversores extranjeros, se ha revelado ilusoria, atendiendo a la impracticabilidad del sistema monista y la insatisfactoria rendición del sistema tradicional.

Por último, en el futuro economistas y juristas tendrán una tarea difícil de llevar a cabo y muchos problemas para resolver: es evidente que la crisis del sistema financiero, transformada en crisis del sistema económico en su conjunto, ha comportado también la crisis de las certezas sobre las que se fundaban los fines perseguidos por los reformadores y ha postulado una revisión de las reglas de funcionamiento del mercado, junto con la revisión de las categorías conceptuales sobre las que dichas reglas se habían construido.

EL NUEVO MARCO DE SUPERVISIÓN FINANCIERA EUROPEA

ANA FELÍCITAS MUÑOZ PÉREZ

Profesora Titular de Derecho Mercantil URJC

RESUMEN

La crisis ha puesto de manifiesto importantes fallos en el sistema de supervisión con relación al conjunto del sistema financiero. El trabajo se refiere a las propuestas de la Comisión sobre un nuevo sistema en la arquitectura de supervisión europea que establece un sistema de supervisores financieros europeos (SESF), que consiste en nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (AES) —la Autoridad Bancaria Europea (ABE), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de jubilación (AESPJ), la Autoridad Europea del Mercado de Valores (AEVM)—, y establece una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Adicionalmente, se estudia la propuesta de Directiva Ómnibus que modifica directivas sectoriales relativas a la vigente legislación de servicios financieros.

Palabras clave: Supervisión financiera, JERS, AES, ABE, AESPJ, AEVM.

ABSTRACT

The crisis has exposed important failures in financial supervision in relation to the financial system as a whole. This paper refers to proposals of the Commission adopted for a Regulation for a new European financial supervisory architecture creating a European System of Financial Supervisors (ESFS), consisting in a new European Supervisory Authorities (ESAs) —an European Banking Authority (EBA), an European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), and an European Securities and Markets Authority (ESMA)—, and establishing a European Systemic Risk Board (ESRB). In addition is also studied the proposed of Omnibus directive that amend sectorial directives concerning to existing legislation on financial services.

Key words: Financial supervision, ESFS, EBA, EIOPA, ESMA, ESRB.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. ESTRUCTURA BÁSICA DEL NUEVO MARCO DE SUPERVISIÓN PROYECTADO EN LA UE.
 1. **Introducción.**
 2. **Primer pilar: La Junta Europea de Riesgo Sistémico.**
 - 2.1. Justificación de la reforma de la supervisión macroprudencial.
 - 2.2. Enumeración de funciones y responsabilidades de la JERS.
 - 2.3. Composición y funcionamiento de la JERS.

3. Segundo pilar: Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF) —*European System of Financial Supervisors (ESFS)*— y tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) —*European Supervisory Authorities (ESAs)*—.

- 3.1. Justificación de la reforma de la supervisión microprudencial.
- 3.2. Funciones y responsabilidades de las AES.
- 3.3. Composición y estructura operativa de las AES: órganos propios de cada AES y órganos comunes.
- 3.4. Diferencias clave entre las tres AES.
- 3.5. Base jurídica del SESF.

4. Cooperación entre el SESF y la JERS.

III. PROPUESTAS DE REFORMAS LEGISLATIVAS DE LA DIRECTIVA “ÓMNIBUS”.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha puesto de relieve serias deficiencias del sistema de supervisión, en casos particulares, como de forma global sobre todo el sistema financiero. Los Estados miembros, ante la crisis y en orden a restablecer la confianza en las entidades financieras, han desarrollado medidas tendentes a fortalecer los sistemas de garantía, la inyección de capital adicional y medidas destinadas a depurar los balances de activos deteriorados, y garantizar, al mismo tiempo, que las entidades beneficiarias tomen las disposiciones necesarias para volver a la viabilidad. La Comisión propone que esta labor se complete con medidas dirigidas a solventar las *deficiencias de la supervisión* reveladas por la crisis.

Las misiones y política que están destinadas a aplicar las Autoridades Europeas de Supervisión estarán estrechamente ligadas a las medidas adoptadas en respuesta a la crisis financiera, anunciadas, también, en la Comunicación “Gestionar la recuperación”. En dicha Comunicación de “Gestionar la recuperación europea”, de 4 de marzo de 2009 —Comunicación de la Comisión de 4 de marzo de 2009 para el Consejo Europeo de Primavera, “Gestionar la recuperación europea”, COM(2009) 114 final—, la Comisión acogía con interés y respaldaba la orientación general de las previas recomendaciones dirigidas a reformar el sistema de supervisión⁽¹⁾.

⁽¹⁾ La Comisión proyectaba en la Comunicación “Gestionar la recuperación europea” 4 de marzo de 2009 para el Consejo Europeo de Primavera unos objetivos que se concretaban en cinco puntos clave para que Europa contara con unos mercados financieros responsables y fiables para el futuro. En el primero de ellos, la Comisión proponía dotar a la UE de un marco de supervisión que detecte rápidamente los posibles riesgos, se ocupe de ellos con eficacia antes de que tengan impacto y esté preparado para los retos que plantean unos mercados financieros complejos. La Comisión anunciaba la presentación de un paquete europeo de supervisión financiera que antes de finales de mayo de 2009 pudiera tomar una

En la actualidad existen tres comités en el sector financiero de la Comunidad Europea conocidos como “Comités Lamfalussy nivel 3”, que configurados y con las funciones indicadas por el informe dirigido por Alexandre Lamfalussy ⁽²⁾, tienen poderes de vigilancia que han alcanzado el límite de lo que permite la naturaleza de Comités de Supervisores Europeos, desarrollando las funciones como órganos consultivos de la Comisión. Se trata del Comité de supervisores bancarios (CEBS), el Comité de supervisión de seguros y pensiones (CEIOPS) y el Comité de reguladores del sistema de valores (CRSV).

En enero de 2009, la Comisión tomó la iniciativa dirigida a reforzar los poderes de los tres Comités y elaboró un instrumento financiero que reforzaba sus atribuciones proporcionándoles además seguridad financiera en orden a facilitar su funcionamiento ⁽³⁾.

El 25 de febrero de 2009, un Informe del Grupo de Alto Nivel dirigido por J. de Larosière, director del Fondo Monetario Internacional, presentó recomendaciones so-

decisión al respecto en el Consejo Europeo de junio. Los cambios legislativos necesarios para dar curso a estas propuestas se realizarían en otoño y deberían adoptarse a tiempo para que los acuerdos renovados en materia de supervisión estuvieran en funcionamiento en el curso de 2010. El paquete constará de 2 elementos, el primero relativo a la supervisión macro-prudencial, que consiste en unas medidas para establecer un organismo europeo que controle el sistema financiero en su conjunto; el segundo establece una supervisión micro-prudencial, que diseña un Sistema Europeo de Supervisión Financiera.

⁽²⁾ El Proyecto Lamfalussy (IP/02/195) propuso una reforma del sistema financiero que se extiende al sector bancario, de seguros y al sistema de pensiones en cuatro niveles. La preparación de la legislación europea que afecta a los mercados de valores es más transparente desde dicho informe, haciendo partícipes a todos los sectores interesados. Ha sido necesaria la colaboración de la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo para reforzar una legislación de mayor calidad. El proceso requiere una convergencia en el proceso de regulación y supervisión financiera. El nivel 1 consiste en el desarrollo de Directivas Marco. En el nivel 2, cuatro Comités de regulación asisten a la Comisión para adoptar las medidas de transposición. Los Comités nacionales de supervisión son los responsables del nivel 3, que tiene como pretensión implementar las medidas del nivel 1 y 2 en los Estados Miembros. En el nivel 4 la Comisión reforzará la ejecutividad de la legislación comunitaria.

⁽³⁾ La Comisión ha adoptado medidas que fortalecen las competencias de los supervisores europeos, así como de los Comités que les asisten de contabilidad y auditoría. La finalidad es favorecer la cooperación y la convergencia entre los Estados miembros y reforzar la estabilidad financiera. Bajo la nueva regulación, los tres comités que supervisan respectivamente los sectores de valores, bancos y seguros se beneficiarán de un marco más transparente y eficiente de funcionamiento. A esto se une que la Comisión propone que estos tres comités, así como las entidades de informes financieros y de auditoría europeos o internacionales, tendrán financiación del presupuesto comunitario de manera que puedan conseguir sus objetivos de la forma más rápida y eficiente. Esta propuesta de asistencia financiera pasará al Consejo y al Parlamento para su consideración. El Comisario de mercado interior, Charlie McCreevy, ha manifestado que la crisis financiera ha demostrado la necesidad de fortalecer las competencias de supervisión, recordando la importancia de mantener la transparencia e independencia, especialmente con relación a los estándares de los informes financieros y de auditoría. Que es esencial reforzar el papel de las entidades de autoría y de informes tanto a nivel internacional como comunitario y dotarles de soporte presupuestario. También, que es necesaria una reforma estructural del marco de los supervisores financieros, particularmente siguiendo el informe elaborado en su día por el grupo de expertos de la comisión presidida por Jacques de Larosière.

bre la manera de reforzar los mecanismos de supervisión de la UE, a fin de proteger mejor a sus ciudadanos y de restablecer la confianza en el sistema financiero. El informe exponía propuestas para afianzar la cooperación y coordinación entre supervisores nacionales a través de la creación de nuevas Autoridades Europeas de Supervisión y de un órgano de nivel europeo que se encargaría de supervisar el riesgo en el sistema financiero en su conjunto. El Informe recomendaba transformar los tres Comités en Autoridades Europeas acrecentando sus atribuciones, que entre otras se deberían extender a coordinar la supervisión de los supervisores nacionales, arbitrar entre los supervisores nacionales y los Colegios de supervisión en los casos de falta de acuerdo sobre las decisiones relativas a las instituciones financieras transnacionales, adoptar los pasos para conseguir una armonización en la regulación de las reglas internas y buscar el objetivo de conseguir una regulación común europea, y supervisar ciertas instituciones pan-europeas que están reguladas en el marco comunitario, como las Agencias de *Rating*. Tras la publicación del informe, la Comisión abrió trámite de consulta pública que se extendió desde el 10 de marzo al 10 de abril de 2009⁽⁴⁾.

En mayo de 2009, la Comisión adoptó una Comunicación sobre supervisión financiera europea —COM 2009, 252 final— describiendo sus planes para ejecutar las recomendaciones del Informe De Larosière. Con base en el Informe De Larosière, la Comunicación establecía un plan de acción para reformar el modo de regulación y supervisión de los mercados financieros. El documento se unía a otras iniciativas con vistas a llevar a cabo la reforma de la vertiente reguladora referentes a los fondos de inversión alternativos, incluidos los fondos de inversión libre, y a la retribución de los cargos ejecutivos, añadiéndose en junio nuevas medidas sobre los requisitos de capital de los bancos. Se elaboraba un calendario acelerado de reforma de la supervisión financiera siguiendo los principios del Informe De Larosière y se exponía la configuración básica del nuevo marco europeo de supervisión financiera. La Comunicación se acompañó de un Informe que analizaba una valoración de impacto de las opciones políticas propuestas para el establecimiento del ESFS y el ESRB. Tras la publicación de la Comunicación se abrió un segundo plazo de consultas pública el 27 de mayo, cerrándose el 15 de julio de 2009 y publicándose los resultados de dicha encuesta en el anexo 4 del Documento de Trabajo de la Comisión publicado el 23 de septiembre de 2009 —SEC(2009) 1234—.

El Consejo de ECOFIN de 9 de junio de 2009 adoptó detalladas conclusiones en las que se mostraba conforme con el contenido de la mencionada Comunicación de la Comisión subrayando que la estabilidad financiera, la regulación y la supervisión en la UE debían mejorar. El Consejo Europeo del 18-19 de junio de 2009 confirmó que la Comunicación de mayo de la Comisión y las conclusiones del ECOFIN establecían el camino para un marco de supervisión macroprudencial y microprudencial. El Consejo Europeo requirió a la Comisión que presentara las propuestas legislativas para otoño de 2009, con la finalidad de que pudieran ser desarrolladas en el transcurso del 2010 y

(4) Elabora unas reflexiones generales ponderando las reformas propuestas VERGARA, I., en “Las recomendaciones del Informe Larosière en relación con la supervisión del sistema financiero y su ejecución por la Comisión y el Consejo Europeos”, *RMV*, núm. 5, 2010.

efectuó unas conclusiones que se han incorporado en el Anexo 5 del Documento de Trabajo de la Comisión de 23 de septiembre de 2009 —SEC(2009) 1234—.

Con la finalidad de valorar el impacto de las medidas propuestas se constituyó un Comité director de valoración —*Assessment Steering Group*—, órgano que tuvo reuniones el 25 de junio y el 14 de julio y cuyo Consejo elaboró un informe ofreciendo sus recomendaciones el 31 de agosto de 2009.

En septiembre de 2009 se han concretado las propuestas legislativas que construyen el marco de supervisión orientado por los sucesivos trabajos a los que se ha hecho alusión. Se ha publicado una Propuesta de reglamento del Consejo y el Parlamento basada en el art. 95 del Tratado que establece un marco macroprudencial de supervisión del sistema financiero y define la estructura y atribuciones de la *Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)* —*European Systemic Risk Board (ESRB)*—. Un Proyecto de decisión basado en el art. 105.6 del Tratado para apoderar al Banco Europeo con específicas atribuciones relativas al funcionamiento de la *Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)*. Tres proyectos legislativos acompañan la creación de las Autoridades Europeas de Supervisión Financiera (AESF) —*European Supervisory Authority (ESAs)*— con base en el art. 95 del Tratado: Un primer Proyecto de reglamento, que establece la regulación de una Autoridad Bancaria Europea (ABE) —*European Banking Authority (EBA)*—; un segundo Proyecto de reglamento que define la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) —*European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)*—; por último, un tercer Proyecto de reglamento que regula la creación de una Autoridad Europea de Valores (AEV) —*European Securities and Markets Authority (ESMA)*—.

Las iniciativas legislativas antes señaladas, se acompañan de un documento de trabajo de la Comisión, publicado el 23 de septiembre de 2009 —SEC(2009) 1234—, en el que se muestran las distintas alternativas en la configuración de las competencias atribuidas a los órganos de supervisión y se examina y valora el impacto que estas reformas van a ocasionar en el Sistema Europeo de Supervisión. El documento viene acompañado de varios anexos que incorporan información sobre variados aspectos relacionados con la implantación del nuevo modelo de supervisión. Así, en el Anexo I contempla el coste presupuestario de los nuevos órganos de supervisión. El Anexo II valora el impacto de la configuración de estos órganos en los distintos sectores de interés, como el sector industrial, los consumidores, trabajadores, pensionistas, supervisores, gobiernos nacionales y bancos centrales. El Anexo 3 relaciona un esbozo preliminar sobre los distintos aspectos de las distintas Directivas comunitarias sectoriales que se van a ver afectadas por el ámbito de la función de elaborar normas técnicas otorgadas a las Autoridades de Supervisión. Vienen a estos efectos relacionadas la Directiva de Conglomerados Financieros —*Financial Conglomerates Directive, 2002/87/CE*—, las Directivas relativas al Capital 2006/48/EC y 2006/94/EC —*Capital Requirements Directive*—, la Directiva de Instituciones de Pensión 2003/41/EC —*Institutions for Occupational Retirement Provision Directive*—, Directiva de Solvencia II, que ya está finalizada y por este motivo no incorpora el paquete de medidas señalada —*The Solvency II*—, la Directiva de Mediación de Seguros 2002/92/CE —*Insurance Mediation Directive*— (esta directiva está en proceso de revisión y estas cuestiones

podrán ser incluidas en el texto de la nueva propuesta que se publicará en 2010), la Directiva de Transparencia 2004/109/CE —*Transparency Directive*—, la Directiva de Instrumentos Financieros 2004/39/EC —*Markets in Financial Instruments Directive*—, la Directiva de Abuso en el Mercado 2003/6/EC —*Market Abuse Directive*—, la Directiva del folleto 2003/71/CE —*Prospectus Directive*—, la Directiva de Entidades de Inversión Colectiva y valores mobiliarios 85/611/CEE (el trabajo de medidas de implementación están en el nivel 2 y la Comisión intenta adoptar las medidas el 1 de julio de 2010) —*Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities Directive UCITS*—, la regulación sobre las Agencias de Calificación Crediticia —*Credit Rating Agency CRA*—, y la Directiva de Prevención de Blanqueo de Capitales 2005/60/EC —*Anti Money Laundering Directive*—.

Por otra parte, el 26 de octubre de 2009 se publica la Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo conocida como Directiva “ómnibus”, ya que introduce reformas en las Directivas 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y en la 2009/65/CE, que tiene por finalidad dotar a las Autoridades Europeas de Supervisión de los poderes que vienen reconocidos en los Proyectos legislativos de creación de dichos entes, particularmente la facultad de elaborar normas técnicas⁽⁵⁾. Mediante dicho Proyecto se emprenden las reformas legislativas en las normas bancarias, de seguros y pensiones y de valores, afectando a las directivas mencionadas en el Anexo III del Documento de Trabajo de la Comisión previamente aludido.

La Comisión anuncia que cuando proceda propondrá más modificaciones de la legislación vigente en una nueva directiva ómnibus (Ómnibus II). La Ómnibus II, cuya aprobación se prevé para principios de año 2010, probablemente se centrará sobre todo en la legislación sobre seguros, como la Directiva Solvencia II y la Directiva sobre la mediación en los seguros.

De los debates mantenidos en la reunión del Coreper del 26 de noviembre, veintiuna Delegaciones apoyaban el texto, en los términos de la fórmula transaccional que presentó la Presidencia que figuraba en los docs. 16748/09 EF 183 ECOFIN 847, SURE 51 CODEC 1388 (EBA), 16749/09 EF 184 ECOFIN 848 SURE 52 CODEC 1389 (EIOPA) y 16751/09 EF 185 ECOFIN 849 SURE 53 CODEC 1390 (ESMA). La fórmula transaccional actual aspira a hallar un equilibrio entre la posición de algunas Delegaciones que apoyan el recurso general a la mayoría cualificada, tal como la utiliza el Consejo, excepto para las decisiones relacionadas con el artículo 9 (Infracción del Derecho de la Unión Europea), y aquellas que insisten, por el contrario, en el recurso general al principio un miembro, un voto, asociado a la mayoría simple. La fórmula transaccional de la Presidencia establece esta última norma como principio general, pero distingue entre la adopción de normas técnicas vinculantes y la adopción de orientaciones/recomendaciones (no vinculantes), que estarían sometidas a una vo-

⁽⁵⁾ Estudia con particular detalle el significado de los estándares técnicos cuya elaboración se atribuye a las autoridades FLORES DOÑA, M.^a S., en “Propuesta del Parlamento y el Consejo para la reestructuración de la supervisión financiera en la Unión Europea”, Comunicación V Congreso Argentino/Español de Derecho Mercantil, Huelva 26-28 de mayo de 2010 (documento cedido por la autora).

tación ponderada de mayoría cualificada. Por lo que respecta a la decisión de mediación vinculante, como medida provisional, la Presidencia ha introducido una propuesta, preparada por un grupo especial formado por tres miembros de la Junta de Supervisores, los cuales proponen una decisión sometida a la confirmación de la Junta de Supervisores, que deberá pronunciarse por mayoría simple⁽⁶⁾.

Por último, en Bruselas, el 21 de enero de 2010, se publicó el Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial comunitaria del sistema financiero y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico COM(2009) 499 final-2009/0140 (COD), el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crea una Autoridad Bancaria Europea COM(2009) 501 final-2009/0142 (COD), el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crea una Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación COM(2009) 502 final-2009/0143 (COD) y el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crea una Autoridad Europea de Valores y Mercados COM(2009) 503 final-2009/0144 (COD). El documento ofrece conclusiones, recomendaciones y propone la adopción de ciertas iniciativas, como la presencia en las Autoridades de grupos de partes interesadas especiales. Se efectúan ciertas observaciones generales sobre los niveles de supervisión y observaciones específicas sobre la Junta Europea de Riesgo Sistémico y sobre el sistema de supervisión microprudencial. Por último, el 18 de marzo de 2010 se ha publicado el dictamen del CESE sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial comunitaria del sistema financiero y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico [COM(2009)0499 - C7-0166/2009 - 2009/0140(COD)] y el Dictamen del

⁽⁶⁾ No obstante, cinco Delegaciones (Alemania, Francia, Italia y Reino Unido) declararon que todavía no podían aceptar la fórmula transaccional de la Presidencia. Además, Rumanía formuló una reserva de estudio sobre el artículo 29 (Modalidades de votación; véase *infra*). Las divergencias se refieren en particular a las siguientes cuestiones: a) Las salvaguardias (artículo 23), cuyo objeto es reflejar el principio del Consejo Europeo de que “las decisiones adoptadas por las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) no deberían afectar a las responsabilidades presupuestarias de los Estados miembros”. El Reino Unido cree que se debería modificar el actual texto de la fórmula transaccional de la Presidencia para incluir en él todas las decisiones adoptadas por las AES, y no solamente las adoptadas con arreglo a los artículos 10 (Actuación en situaciones de emergencia) y 11 (Solución de diferencias entre autoridades competentes en situaciones transfronterizas). b) Las modalidades de votación (artículo 29, apartado 1) en relación con la formulación de una decisión de mediación vinculante (tomada con arreglo al artículo 11; véase *supra*) y, de forma más general, en relación con las diferentes decisiones adoptadas por la Junta de Supervisores de las AES.

Banco Central Europeo sobre las nuevas facultades de las autoridades europeas de supervisión de 18 de marzo de 2010⁽⁷⁾.

Con relación a la Directiva Ómnibus, el 18 de febrero de 2010 se ha presentado en el Parlamento Europeo el Proyecto de Informe sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados [COM(2009)0576 - C7-0251/2009 - 2009/0161(COD)].

II. ESTRUCTURA BÁSICA DEL NUEVO MARCO DE SUPERVISIÓN PROYECTADO EN LA UE

1. Introducción

Con la finalidad de mejorar el marco europeo de supervisión financiera, la Comisión propone una estructura con base en dos nuevos pilares.

Por un lado, la *Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)* vigilará y evaluará las amenazas potenciales que para la estabilidad financiera se deriven de la evolución macroeconómica y de la evolución del sistema financiero en su conjunto, funciones que se denominan de “supervisión macroprudencial”. La JERS debe alertar en una fase temprana sobre los riesgos que puedan afectar a todo el sistema y que se puedan estar perfilando y, en caso necesario, formular recomendaciones de actuación para hacer frente a tales riesgos. La creación del CERS permitirá remediar una de las carencias fundamentales que la crisis ha puesto de relieve, a saber, la vulnerabilidad del sistema financiero frente a riesgos sistémicos, tanto sectoriales como intersectoriales, complejos e interconectados.

Por otro, se creará un *Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF)*, consistente en una potente red de supervisores financieros nacionales que trabajen en paralelo con las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, a fin de salvaguardar la solidez financiera de las empresas financieras individuales y de proteger a los consu-

⁽⁷⁾ Se trata del último dictamen que viene a sumarse a dos previos, el Dictamen del BCE CON/2009/88, de 26 de octubre de 2009, sobre una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial comunitaria del sistema financiero y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico y sobre una propuesta de decisión del Consejo por la que se confía al Banco Central Europeo una serie de cometidos específicos en relación con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (DO C 270 de 11 de noviembre de 2009, p. 1) y el Dictamen del BCE CON/2010/5, de 8 de enero de 2010, sobre tres propuestas de reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo por los que se crean, respectivamente, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (DO C 13 de 20 de enero de 2010, p. 1). Todos los dictámenes del BCE se publican en la dirección del BCE en internet: <http://www.ecb.europa.eu>.

midores de servicios financieros, funciones denominadas de “supervisión microprudencial”. La nueva red europea se basará en la atribución de competencias compartidas que se refuercen mutuamente y combinará la supervisión de ámbito nacional de las entidades con la centralización de determinadas tareas a nivel europeo, con vistas a promover normas armonizadas y prácticas de supervisión coherentes. Esta red se fundamentará en los principios de colaboración, flexibilidad y subsidiariedad. Su finalidad será reforzar la confianza entre supervisores nacionales, garantizando, en particular, que los supervisores del país de acogida participen adecuadamente en la fijación de políticas relativas a la estabilidad financiera y la protección del consumidor, de modo que pueda hacerse frente con mayor eficacia a los riesgos transfronterizos.

La creación de ambos pilares del nuevo sistema de supervisión es esencial para intensificar su impacto conjunto sobre la estabilidad financiera y disponer de un marco de supervisión macro-microprudencial plenamente imbricado. No puede consolidarse la regulación de un sistema de supervisión que ha demostrado múltiples deficiencias en esta crisis y, paralelamente, debe definirse un solo código normativo, que consista en un conjunto básico de normas armonizadas que sea aplicado en toda la UE por todos los supervisores. Se trata de desarrollar una cultura común de supervisión, creando una estructura que responda ante las autoridades políticas de la UE.

2. Primer pilar: La Junta Europea de Riesgo Sistémico

2.1. Justificación de la reforma de la supervisión macroprudencial

En la actualidad el sistema de supervisión macroprudencial es deficiente, lo cual ha tenido gravísimas consecuencias para la totalidad del sistema financiero mundial. En el período previo a la presente crisis no se analizaron apropiadamente los complejos e interconectados riesgos del mercado, ni tampoco se extrajeron las oportunas consecuencias de cara a la política de regulación y supervisión. Un sistema macroprudencial hubiera alertado de que muchos de los desequilibrios que se fueron acumulando en el sistema financiero mundial antes de la crisis eran imputables a la excesiva expansión del crédito y a la inflación galopante del precio de los activos, unidas a una infravaloración generalizada del riesgo financiero en un período de crecimiento económico sostenido y no inflacionista. Los costes económicos de una supervisión macroprudencial ineficaz han sido muy altos.

Advirtiendo esta necesidad, el G20, para afianzar los mecanismos existentes a nivel internacional con la finalidad de salvaguardar la estabilidad financiera mundial, creó el *Consejo de Estabilidad Financiera*, que debe colaborar estrechamente con el *Fondo Monetario Internacional (FMI)* para alertar en una fase temprana sobre los riesgos macroprudenciales a escala mundial. El Gobierno de los EE.UU. proyecta crear un poderoso órgano que será responsable de la supervisión macroprudencial de su sistema financiero nacional.

En el marco de estas iniciativas, la UE necesita un órgano específico que asuma la supervisión macroprudencial de todo su sistema financiero, que detecte los riesgos que pesen sobre la estabilidad financiera y que, en su caso, emita avisos de riesgo y/o

recomendaciones de actuación para hacer frente a tales riesgos. En la actualidad la UE presta escasa atención al lado macroprudencial, atendiendo este análisis de forma fragmentaria varias autoridades, a distintos niveles, sin mecanismo alguno que garantice que los avisos de riesgos macroprudenciales y/o las recomendaciones al respecto tengan un seguimiento y se traduzcan en medidas concretas. Se involucra en la existencia de este mecanismo la confianza de las entidades financieras, los inversores y los consumidores, ya que de existir un sistema eficaz que reconozca adecuadamente la interdependencia entre los riesgos microprudenciales y los macroprudenciales tendrán confianza para llevar a cabo actividades financieras transfronterizas.

Hasta la actualidad, el sistema de supervisión prudencial se centraba exclusivamente en el nivel microprudencial, y los supervisores evaluaban los balances de las entidades financieras individuales sin tener debidamente en cuenta las interacciones entre las entidades y entre éstas y el sistema financiero en general. La JERS controlará y evaluará los riesgos potenciales que supongan para la estabilidad financiera hechos que puedan tener una incidencia sectorial o repercutir en el sistema financiero en su conjunto. La JERS, como módulo en la estructura de supervisión integrada de la UE, promoverá reacciones oportunas y coherentes entre los Estados miembros, evitando así planteamientos divergentes y mejorando con ello el funcionamiento del mercado interior. Además, como parte integrante del marco jurídico e institucional, la JERS facilitará la transposición y aplicación sistemática, coherente y eficaz de las normas comunitarias en materia de servicios financieros transfronterizos.

La Comisión estima que la base jurídica de la JERS es el artículo 95 del Tratado CE, siendo éste un órgano desprovisto de personalidad jurídica. Esta base jurídica permitiría atribuir a la JERS funciones y asignarle un mandato que englobe la totalidad del sector financiero, sin excepciones, incluidos los seguros. Este órgano, junto con el SESF, formaría un marco común innovador para la supervisión financiera sin perjuicio de las competencias del Banco Central Europeo (BCE) —*European Central Bank (ECB)*— de cara a sus funciones relativas a la JERS, que se establecen mediante un acto adoptado sobre la base del artículo 105, apartado 6, del Tratado CE. Mediante este procedimiento la regulación del CESF —ESRB— se completa por la decisión del Consejo que apodera al BCE —ECB— otorgándoles las funciones para desarrollar la secretaría del CESF —ESRB—, COM(2009)9500 final, 2009/0141(AVC).

Los gastos presupuestarios del ESRB corren a cargo del ECB y no tendrán ninguna repercusión en el presupuesto de la UE. El coste financiero de este apoyo dependerá en cierto modo en la capacidad de los actuales recursos del ECB para cumplir las tareas que incumben a la secretaría del ESRB.

2.2. Enumeración de funciones y responsabilidades de la JERS

La Comisión proponía en la Comunicación de Supervisión Financiera del 27 de mayo de 2009 las funciones que se encomendarían a la JERS como organismo de supervisión macroprudencial. La relación de funciones, que se concretaban con detalle en la Comunicación, se extendía a las concretas posibilidades que con posterioridad

también detalla el Proyecto de Reglamento de 23 de septiembre de 2009 —en adelante el Proyecto—⁽⁸⁾.

En efecto, el Proyecto de un sistema de supervisión macroprudencial y el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS-ESRB) —COM(2009) 499 final— subraya que es una entidad con amplias funciones y con misiones extremadamente sensibles a pesar de que la JERS no se considera como un ente con personalidad jurídica y poderes vinculantes. La JERS carecería de funciones vinculantes, decidiendo el seguimiento de sus avisos y recomendaciones el mecanismo de cumplir o explicar, si bien ya señalaba la Comunicación de la Comisión que sus informes serían determinantes por la excelencia de sus análisis, dada la participación en sus trabajos de todos los gobernadores de bancos centrales y supervisores de la UE y de la Comisión. El respeto a sus actuaciones se basa en la alta consideración que merece su opinión dada su autoridad moral, debida a la alta cualificación de los miembros que la componen, lo cual influirá en las acciones de las autoridades de policía y supervisión.

El Proyecto detalla en la exposición de motivos que la JERS —ESRB— como responsable de la supervisión macroprudencial tendría que desarrollar funciones en el ámbito europeo con la finalidad de localizar el riesgo y atribuirlo de forma fragmentada a nivel nacional. Tendrá que fortalecer los mecanismos de alerta de riesgo y favorecer la interacción entre el análisis macroprudencial y microprudencial, ya que la consistencia de las compañías de forma frecuente se examina de forma individual, sin considerar el grado de interdependencia de estas en el sistema financiero. También tendrá que permitir que el examen de los riesgos se convierta en acciones por las autoridades de referencia.

En orden a desarrollar correctamente las expresadas funciones el Proyecto detalla concretas atribuciones.

En primer lugar, y vinculada a la principal tarea que se atribuya la JERS relativa a la identificación de los riesgos sistémicos para advertir y mitigar el impacto que tienen en el sistema financiero, se le encomiendan dos atribuciones: por un lado, emitir avisos de riesgo cuando los riesgos parezcan significativos, y si fuera necesario recomendar específicas acciones para estos riesgos —art. 16 del Proyecto—, y por otro lado, acceder a la información relevante para realizar esta actividad —art. 15 del Proyecto—. A pesar de que las recomendaciones de la JERS no tienen eficacia vinculante, los

⁽⁸⁾ Entre las funciones se relacionaban, en primer lugar, recopilar y analizar toda la información pertinente a efectos de la vigilancia y la evaluación de las amenazas potenciales que para la estabilidad financiera se deriven de la evolución macroeconómica y de la evolución del sistema financiero en su conjunto; en segundo lugar, identificar y priorizar esos riesgos; en tercer lugar, emitir avisos cuando los riesgos parezcan significativos. Tales avisos o recomendaciones, que se canalizarán a través del ECOFIN y/o de las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, podrían tener carácter general o referirse a Estados Miembros concretos, concediendo en este caso un plazo para responder de ellos a través de la actuación; en cuarto lugar, en caso de necesidad, formular recomendaciones sobre las medidas que deben adoptarse para hacer frente a los riesgos detectados; en quinto lugar, vigilar que se adopten medidas en respuesta a los avisos y recomendaciones; por último, en sexto lugar, actuar como enlace con el FMI, el Consejo de Estabilidad Financiera y los homólogos de terceros países.

destinatarios no pueden quedar pasivos frente al riesgo, y por esto se les concede un plazo para responder y actuar —art. 17 del Proyecto—. Si el destinatario está de acuerdo con la recomendación propuesta tendrá que comunicar las acciones que haya emprendido. Si el destinatario no está de acuerdo con estas recomendaciones y no adopta ninguna decisión tendrá que explicar el motivo por el cual no ha cumplido dichas recomendaciones. Es decir, no es posible simplemente ignorar las recomendaciones emitidas por la JERS. La JERS decidirá caso por caso y por decisión de una mayoría cualificada de 2/3 del Consejo General, cuando será procedente hacer públicas las recomendaciones, ponderando, por un lado, que la publicidad aumenta la presión para la adopción de medidas, pero por otro que dicha publicidad puede tener efectos adversos para la estabilidad del sistema financiero. Los destinatarios de estas recomendaciones pueden ser la Comunidad, uno o más Estados miembros, una o más Autoridades Europeas de Supervisión, o uno o más Autoridades de Supervisión Nacional. Para incrementar la legitimidad y peso de estas advertencias y recomendaciones se comunicarán a través del Consejo y aquellos relativos a las Autoridades Europeas de Supervisión se transmitirán también a través de estas entidades. La transmisión de estos avisos y recomendaciones pretenden incrementar la presión en el destinatario para que actúe o explique, permitiendo al Consejo que explique esta decisión. La JERS velará por que se cumplan estas advertencias y recomendaciones.

La supervisión y la valoración de los potenciales riesgos sistémicos deben basarse en indicadores y datos macroeconómicos y micro-financieros. La JERS debe recopilar y analizar toda la información pertinente a efectos de la vigilancia y la evaluación de las amenazas potenciales que para la estabilidad financiera se deriven de la evolución macroeconómica y de la evolución del sistema financiero en su conjunto. La Propuesta legislativa confirma el criterio ya recogido en la Comunicación de la Comisión que, exigiendo la necesaria cooperación entre la JERS y las AES, establecía ciertas competencias del CERS relativas al acceso de datos microprudenciales. Manifestaba la Comunicación que estas atribuciones eran imprescindibles para identificar y priorizar los riesgos que pesan sobre la estabilidad del sistema financiero de la UE. Subrayaba la Comunicación que la JERS debía contar con dos distintas iniciativas, por un lado, *recibir del SESF los datos microprudenciales pertinentes*, en particular sobre los grupos transfronterizos de grandes dimensiones y complejidad. Para el desarrollo de esta función, la Comisión proponía que las autoridades nacionales de supervisión transmitieran la información necesaria a las Autoridades Europeas de Supervisión en aplicación de las normas por las que se creen estas nuevas Autoridades. La potestad de recibir toda la información que resulte pertinente a efectos de la estabilidad financiera podría atribuirse a la JERS a través del instrumento jurídico por el que se establezca este órgano y del instrumento jurídico por el que se establezcan las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, conjuntamente. Entretanto, los Reglamentos por los que se creen las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión les exigirían facilitar periódicamente (por ejemplo, mensualmente) a la JERS los datos agregados y los datos desagregados anónimos pertinentes sobre la totalidad de las entidades y los mercados financieros, pero, ante todo, sobre los grupos transfronterizos de grandes dimensiones y complejidad. Dado el carácter sensible de la información, sería vital garantizar la confidencialidad precisa en la cooperación entre la JERS y el SESF, por lo que debe-

rían establecerse las salvaguardias legales apropiadas. Además, para que los colegios puedan recibir información actualizada sobre el entorno macroprudencial en el que operan entidades concretas, cabría contemplar la posibilidad de que participen representantes de la JERS en calidad de observadores. Por otro lado, la segunda iniciativa de la JERS consistiría en *tener la posibilidad de emprender estudios puntuales* sobre temas específicos que requieran una aportación directa de los supervisores nacionales y/o de los operadores del mercado.

La Exposición de Motivos de la Propuesta legislativa de creación de la JERS reitera la exigencia de que la JERS tenga acceso a dicha información que se considera que es necesaria para el cumplimiento de las expresadas funciones de advertencia de riesgo y recomendación. Manifiesta que la JERS podrá contar con una amplia información de datos previamente recogidos a través del BCE o de otras instituciones financieras y monetarias. Adicionalmente para cumplir sus tareas y asegurar la necesaria relación entre los supervisores microeconómicos y la JERS, este último organismo, a través de la secretaría, podrá requerir al AES que le proporcione información, y si esta autoridad no puede proveer esta información, la JERS podrá requerir los datos directamente de las Autoridades Nacionales de Supervisión, los Bancos Centrales Nacionales o bien otras autoridades de los Estados Miembros, que deberán proporcionar dicha información para que el CERS cumpla con su tarea. Incluso podrían acceder a los datos individuales de ciertas instituciones que, dado su tamaño, son sistemáticos por naturaleza.

El acceso a los datos debe habilitarse imponiendo a la JERS la exigencia de confidencialidad de los datos transmitidos. Los miembros del Consejo General de la JERS, así como todo el personal que trabaja en la JERS, están sujetos a la obligación de secreto profesional. Cualquier información confidencial recibida por los miembros del Consejo General, o del personal que trabaja en la JERS, sólo puede ser hecha pública en forma colectiva, de forma que no puedan identificarse las instituciones. Estas obligaciones de confidencialidad se aplican sobre todo a los miembros del BCE, dado que desarrollarán las funciones de secretaría de la JERS. A este respecto, la información recibida por el BCE en su tarea de secretaría de la JERS sólo se usará para el desarrollo de las tareas de este organismo. Esta sujeción al secreto profesional se extenderá a los miembros de la JERS incluso después de cesar en sus funciones en el organismo.

2.3. Composición y funcionamiento de la JERS

La estructura organizativa de la JERS estaría integrada por el Consejo General, un Comité Director —*Steering Committee*—, una Secretaría y un Comité Técnico Consultivo.

El centro de decisión de la JERS sería el *Consejo General* —art. 6 del Proyecto— cuya composición es la clave de la eficacia de dicho organismo ya que tiene las competencias examinadas de efectuar las advertencias y recomendaciones, antes descritas.

Los miembros del Consejo General con poder de voto son, en primer lugar, los *gobernadores de los 27 bancos centrales nacionales*, buscándose con esta elección

asegurarse de que hay representación de los bancos centrales de los Estados miembros. La Comisión propone la integración en la JERS de los gobernadores de los bancos centrales de los 27 Estados miembros y del presidente del BCE dado que las tareas de supervisión macroprudencial se basan en los análisis económicos y monetarios realizados por los bancos centrales con vistas a la formulación de la política monetaria, además de contar con la información adicional relativa al análisis complementario de las vulnerabilidades del sistema financiero. Por este motivo, los bancos centrales deben desempeñar un papel protagonista en la supervisión macroprudencial, puesto que sus responsabilidades están relacionadas con el mantenimiento de la estabilidad monetaria y financiera.

En segundo lugar, es miembro con voto del Consejo en calidad de *presidente* —art. 5 del Proyecto—, siguiendo la recomendación del Informe De Larosière y la propuesta de la Comunicación de la Comisión, el presidente del BCE, si bien la propuesta legislativa de la JERS concreta que será miembro del Consejo el BCE. El presidente presidirá el Consejo general, así como el Comité director —*Steering Committee*— y ordena la secretaría de la JERS en representación del Consejo General. El Presidente tendrá la competencia de convocar reuniones extraordinarias del Consejo General por iniciativa propia. Dependiendo de las modalidades de voto del Consejo general, el presidente puede tener voto decisivo en caso de empate. El presidente representará a la JERS.

En tercer lugar, también integra la composición de la JERS un *miembro de la Comisión Europea*, siendo adecuada su participación dadas las competencias de supervisión macroeconómica que atribuye el Tratado a la Comisión, a la que compete vigilar y analizar periódicamente la evolución y las políticas macroeconómicas y determinar los riesgos macrofinancieros.

Por último, en cuarto lugar, se cuenta, como miembros provistos de voto con los *presidentes de las tres Autoridades Europeas de Supervisión*. La participación de los supervisores microprudenciales en los trabajos de la JERS es imprescindible por estimar que la interconexión de las entidades y los mercados financieros implica claramente que el control y la evaluación de los riesgos sistémicos potenciales se basan en un conjunto amplio de datos e indicadores macroeconómicos y microfinancieros pertinentes. Son los supervisores microprudenciales los que tienen un conocimiento preciso de la evolución de los mercados financieros y de las principales empresas y disponen de información decisiva para evaluar los riesgos que pesan sobre la estabilidad, motivo por el que resulta oportuna la participación de los tres presidentes de las tres Autoridades Europeas de Supervisión del SESF, así como de los altos representantes de las autoridades nacionales de supervisión.

Participan sin derecho de voto en la JERS, en primer lugar, un *representante de cada una de las autoridades nacionales de supervisión*, que acompañan a los gobernadores de los bancos centrales europeos como observadores. El representante que acompañe al gobernador del Banco Central podrá variar de una reunión a otra, dependiendo de los temas sobre los que deba debatir la JERS, en particular en los Estados miembros en los que haya varias autoridades de supervisión. En segundo lugar, acude sin derecho a voto el *presidente del Comité Económico y Financiero*, que representa a

los Ministerios de Finanzas y que participaría en las reuniones de la JERS en calidad de observador, puesto que, dado que la participación de los Ministerios de Finanzas en la JERS podría ser percibida como perjudicial para la independencia de sus análisis técnicos de los riesgos macroprudenciales, y estimando, por otra parte, que las políticas presupuestaria y fiscal pueden intensificar o mitigar los riesgos para la estabilidad financiera, la integración de este miembro reflejaría el papel de los citados Ministerios en la gestión y resolución de crisis, y se aseguraría de este modo la fluidez de la información entre la JERS y las autoridades políticas.

Los miembros del Consejo deben actuar con imparcialidad —art. 7 del Proyecto—. Esto implica que en las funciones atribuidas a la JERS deben actuar con independencia, sin seguir las instrucciones ni tomar en cuenta los intereses individuales de los Estados miembros. La imparcialidad es un requerimiento esencial, ya que los intereses de los Estados Miembros pueden no coincidir con los objetivos de estabilidad financiera de la Unión Europea en conjunto.

Cada uno de los miembros del Consejo tiene un derecho de voto —art. 10 del Proyecto—, y las decisiones se adoptan por mayoría simple —excepto las orientadas a efectuar advertencias o recomendaciones públicas, que requieren la mayoría de 2/3 de los votos—. El Consejo se reunirá al menos cuatro veces por año. Se convocarán las juntas por iniciativa del Presidente, o por requerimiento de 1/3 de los miembros con derecho de voto.

En su funcionamiento, la JERS podría pedir asesoramiento a los interesados del sector privado, contando entre éstos con los representantes de los consumidores. La JERS colaboraría estrechamente con el FMI, el Consejo de Estabilidad Financiera y sus homólogos en terceros países, en el contexto de un sistema de alerta rápida de ámbito mundial, advirtiendo sobre los riesgos potenciales a que esté expuesto, fuera de la UE, el sistema financiero mundial. De esta forma, cabe esperar que la JERS confiera a la UE mayor influencia en cualquier sistema mundial de alerta de riesgos.

Dada la amplitud de miembros del Consejo general —que comprende 61 miembros—, el funcionamiento de la JERS se completaría con un pequeño *Comité Director-Steering committee* —art. 11 del Proyecto—, que se encargaría de preparar las reuniones del Consejo de la JERS y velar por la eficiencia de estas. Este Comité estaría integrado por el presidente y el vicepresidente de la JERS, otros cinco miembros de la JERS procedentes de los bancos centrales, el presidente del Comité Económico y Financiero, los tres presidentes de las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión y el miembro de la Comisión.

El BCE —ECB— desarrolla las funciones de *secretaría de la JERS*. La secretaría recibiría las instrucciones directamente del Presidente del Consejo de la JERS. La dirección de la secretaría será señalada por el BCE, en consulta con el Consejo general de la JERS. El BCE se hará cargo de la secretaría de la JERS y proporcionará apoyo analítico, administrativo y logístico. Dando la secretaría de la JERS al BCE, sería posible favorecerle con la experiencia de supervisión macroprudencial experta del BCE y de su papel central en el sistema monetario europeo. En cooperación con los Bancos Centrales nacionales, el BCE tiene información muy amplia sobre estadísticas e indicadores sobre las instituciones financieras. El BCE dirige planes estructurales en

el sector bancario de la zona euro, así como en otros sectores financieros, para valorar las posibles vulneraciones del sector financiero, así como su resistencia ante potenciales shocks. La secretaría llevaría soporte logístico y administrativo de la JERS, incluida la preparación de las Juntas, recolectando y procesando la información cualitativa y cuantitativa destinada a la JERS, la conducción del análisis y valoración en caso necesario en el cumplimiento de las tareas de la JERS. La secretaría también llevaría el soporte del trabajo del *Comité Técnico Consultivo*.

La comisión en la Comunicación de mayo y el Proyecto legislativo contemplan la existencia de un *Comité Técnico Consultivo (CTC) Advisory Technical Committee (ATC)* —art. 12 del Proyecto— que serviría para prestar apoyo a la JERS mediante la realización de análisis técnicos pormenorizados sobre temas relacionados con la estabilidad financiera. Los miembros del ATC serían: un representante de cada banco nacional, un representante del BCE, un representante de cada una de las autoridades nacionales de supervisión de los Estados miembros, un representante de cada autoridad europea de supervisión y dos representantes de la Comisión europea. El presidente del CTC será nombrado por la Junta general a propuesta de su presidente. Los representantes de las autoridades nacionales de supervisión rotarán dependiendo de los asuntos a tratar.

La JERS será responsable frente al Parlamento Europeo y al Consejo, y por este motivo debe informarles y rendirles cuentas según el art. 19 del Proyecto.

3. Segundo pilar: Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF) —*European System of Financial Supervisors (ESFS)*— y tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) —*European Supervisory Authorities (ESAs)*—

3.1. Justificación de la reforma de la supervisión microprudencial

En la actualidad existen tres comités en el sector financiero de la Comunidad Europea conocidos como “Comités Lamfalussy nivel 3”, que, configurados y con las funciones indicadas por el informe dirigido por Alexandre Lamfalussy⁽⁹⁾, tienen poderes de vigilancia que han alcanzado el límite de lo que permite la naturaleza de Comités de Supervisores Europeos desarrollando las funciones como órganos consultivos de la Comisión. Se trata del Comité de supervisores bancarios (CEBS), el Comité de

⁽⁹⁾ El Proyecto Lamfalussy (IP/02/195) propuso una reforma del sistema financiero que se extiende al sector bancario, al de seguros y al sistema de pensiones en cuatro niveles. La preparación de la legislación europea que afecta a los mercados de valores es más transparente desde dicho informe, haciendo partícipes a todos los sectores interesados. Ha sido necesaria la colaboración de la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo para reforzar una legislación de mayor calidad. El proceso requiere una convergencia en el proceso de regulación y supervisión financiera. El nivel 1 consiste en el desarrollo de Directivas Marco. En el nivel 2, cuatro Comités de regulación asisten a la Comisión para adoptar las medidas de transposición. Los Comités nacionales de supervisión son los responsables del nivel 3, que tiene como pretensión implementar las medidas del nivel 1 y 2 en los Estados Miembros. En el nivel 4 la Comisión reforzará la ejecutividad de la legislación comunitaria.

supervisión de seguros y pensiones (CEIOPS) y el Comité de reguladores del sistema de valores (CRSV).

Sin embargo, los mencionados Comités de la UE no disponen de mecanismos para garantizar que los supervisores nacionales tomen las mejores decisiones posibles en relación con las entidades transfronterizas. Viene señalándose que la cooperación y el intercambio de información entre autoridades nacionales de supervisión son insuficientes, que la actuación conjunta de las autoridades nacionales se dificulta por las divergencias nacionales de los requisitos de regulación y supervisión y que las soluciones de ámbito nacional suelen ser la única opción posible para hacer frente a problemas de dimensión europea, abundando las interpretaciones divergentes de un mismo texto jurídico.

En este sentido, el nuevo Sistema Europeo de Supervisores Financieros —SESF— estará concebido para subsanar esas deficiencias y ofrecer un sistema que esté en armonía con el objetivo de estabilidad y unidad del mercado de servicios financieros de la UE, creando Autoridades Europeas de Supervisión Financiera (AESF)-*European Supervisory Authority (ESAs)* que enlazarán con los supervisores nacionales para crear una potente red comunitaria integrada.

3.2. Funciones y responsabilidades de las AES

El SESF debería, pues, convertirse en una red operativa europea con competencias compartidas y que generen sinergias. A nivel de la UE, los tres Comités de Supervisores existentes se sustituirían por tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, que serían una Autoridad Europea Bancaria (AEB) —*European Banking Authority (EBA)*, regulada por Proyecto de Reglamento del Parlamento y el Consejo que establece una Autoridad Bancaria Europea en [Bruselas —COM(2009)501 final 2009/0142(COD)]—, una Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) —*European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)*— regulada por Proyecto de Reglamento del Parlamento y el Consejo, que establece una Autoridad Europea de Seguros y Pensiones —COM(2009)502 final, 2009/0143(COD)— y una Autoridad Europea de Valores (AEV) —*European Securities and Markets Authority (ESMA)*—, regulada por Proyecto de Reglamento del Parlamento y el Consejo que establece una Autoridad Europea de valores —COM(2009)503 final, 2009/0144 (COD)12—, todas ellas con personalidad jurídica. Las AES tendrán personalidad jurídica y serán elementos claves para el sistema europeo de supervisión.

Estas nuevas Autoridades Europeas de Supervisión asumirán todas las funciones de los actuales Comités de Supervisores, pero tendrán además competencias suplementarias, facultades legales definidas y mayor poder. Contribuirían al desarrollo de un único conjunto armonizado de normas, mejorarían la supervisión de las entidades transfronterizas mediante el establecimiento de requisitos y planteamientos de supervisión comunes y ayudarían a resolver las diferencias que pudieran surgir entre los supervisores nacionales.

La Comisión ha presentado propuestas legislativas en aras de un funcionamiento eficaz del SESF, añadiendo medidas de acompañamiento y modificaciones de la legis-

lación sectorial, a fin de contar con un conjunto más armonizado de normas financieras. La finalidad será una mayor armonización de las normas que deben aplicar los supervisores, así como una mayor coherencia de las facultades con que éstos cuentan a nivel nacional y de las sanciones a su alcance.

Las AES tendrán funciones estableciendo redes integradas de supervisión que comprenden a las Autoridades nacionales de los Estados miembros, el Comité Conjunto de las Autoridades de Supervisión financiera, para cubrir asuntos transnacionales, y la Comisión Europea. Mientras que las AES tienen que desarrollar el máximo de independencia para cumplir su misión, la Comisión tiene que desarrollar sus tareas cuando vienen requeridas por el Tratado por razones institucionales.

La Comisión propone que, con vistas a cumplir sus objetivos, las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión estén dotadas con los medios necesarios para desempeñar las siguientes funciones que vienen enumeradas en el Proyecto de Reglamento por el que se crea la Autoridad Europea de Supervisión Bancaria —2009/0142 (COD)—.

1. Desarrollo de normas técnicas.

El Consejo Europeo aprueba la propuesta de la Comisión sobre la necesidad de *establecer un conjunto único de normas armonizadas a nivel europeo*, aplicable por todas las autoridades financieras en áreas específicas a partir de criterios que se especifiquen en la legislación comunitaria. A este fin, las divergencias en el Derecho interno en la trasposición de las normas comunitarias derivadas de excepciones, derogaciones, adiciones o ambigüedades deben ser identificadas y eliminadas, de manera que se pueda identificar y aplicar un cuerpo único de reglas. Para contribuir a este resultado, es necesario que las autoridades puedan *desarrollar normas técnicas* vinculantes. Estas normas técnicas son instrumentos efectivos para reforzar el desarrollo del nivel 3 de la estructura de Lamfalussy, que en la actualidad está limitada al desarrollo de orientaciones no vinculantes.

La finalidad del proceso de Lamfalussy iniciado en el 2001, como cabe recordar conforme a la Comunicación de 2007 de la Comisión sobre la “Revisión del proceso Lamfalussy; Mayor convergencia en la supervisión”⁽¹⁰⁾, era implantar un mecanismo eficaz que permitiera que las prácticas europeas de supervisión comenzaran a converger, y que la legislación comunitaria sobre los servicios financieros pudiera adaptarse con rapidez y flexibilidad a la evolución del mercado interior. Esta comunicación describía el proceso en los siguientes términos: “En el llamado ‘nivel 1’ se halla la legislación marco, que establece los principios fundamentales y fija los poderes de ejecución, siendo adoptada por codecisión... mientras que los pormenores técnicos son adoptados formalmente por la Comisión a través de disposiciones de aplicación, que conforman el ‘nivel 2’, tras el dictamen del Comité de reglamentación competente... En la elaboración técnica de las disposiciones de aplicación, la Comisión es

⁽¹⁰⁾ Comunicación de la Comisión “Revisión del proceso Lamfalussy. Mayor convergencia en la supervisión”. Documento COM/2007/727 final.

asesorada por Comités integrados por representantes de los órganos nacionales de supervisión, conocidos como Comités de ‘nivel 3’... Estos Comités ... desempeñan también una función importante de cara a una aplicación coherente y convergente de las Directivas de la UE, ya que garantizan una cooperación más eficaz entre los supervisores nacionales, y la convergencia de las prácticas supervisoras. Se trata del ‘nivel 3’ del proceso. El ‘nivel 4’ es el constituido por la labor de la Comisión de velar por que la legislación de la UE se incorpore al Derecho nacional correcta y oportunamente”⁽¹¹⁾.

En las Propuestas de Reglamento de las AES se les atribuye las competencias para elaborar proyectos de normas técnicas que serán remitidos a la Comisión a efectos de que ésta los apruebe. El borrador de normas técnicas se adoptará con la Autoridad por mayoría cualificada de los miembros del Consejo de Supervisión, tal como concreta el art. 205 del Tratado.

Los dos límites que el Reglamento impone a la AES al elaborar los proyectos son: que tengan carácter técnico y que se dicten en los ámbitos materiales enumerados por el Reglamento. Por la expresión considerada “proyecto de normas técnicas” se priva a su actuación de fuerza jurídica vinculante. Se requiere que la Comisión apruebe estas normas técnicas como Reglamentos o Recomendaciones para que tengan efectos legales directos⁽¹²⁾. Solamente en casos excepcionales y por razones de interés comunitario la Comisión puede decidir bien aprobar sólo en parte estas normas técnicas, o bien aprobarlas con modificaciones, o bien no aprobarlas, haciendo partícipe a la Autoridad Comunitaria de las razones de la decisión.

Con el propósito de realizar consultas con los sectores de interés se formará un Grupo de Interesados por cada autoridad de supervisión, con miembros representativos de la Industria, el sector financiero, los trabajadores y los usuarios de servicios financieros, estableciendo participaciones proporcionales en tales grupos de forma que la intervención de un sector no sea preponderante sobre los demás. En aquellas áreas en las que no existan normas técnicas las Autoridades de Supervisión, tal como en la actualidad desarrollan los Comités, podrán elaborar normas no vinculantes y recomendaciones a las Autoridades Nacionales de Supervisión, las instituciones financieras y las partícipes del mercado. En los casos en los que las autoridades elijan no cumplir con las orientaciones y recomendaciones de las Autoridades de supervisión tendrán que explicarlo.

(11) Comunicación de la Comisión “Revisión del proceso Lamfalussy. Mayor convergencia en la supervisión”. Documento COM/2007/727 final, apartado I.

(12) El artículo 7.2 de los proyectos de reglamentos de las AES establecen el procedimiento uniforme para adopción de normas técnicas, que se elaboran en forma de reglamentos o decisiones que adoptará la Comisión. El BCE en su dictamen CON/2010/5 respalda el establecimiento de un código europeo común aplicable a todas las instituciones financieras del mercado único, y, por tanto la necesidad de introducir un instrumento eficaz para adoptar normas técnicas, armonizadas y vinculantes en los servicios financieros. Respecto a las competencias de ejecución conferidas a la Comisión, el Tratado distingue entre actos de delegación (art. 290 del Tratado) y actos de ejecución (art. 291 del Tratado), por lo que los reglamentos y las decisiones que adopte la Comisión para aprobar proyectos de normas técnicas pertenecerán a una de estas dos categorías.

2. Poderes para garantizar una aplicación coherente de las normas de la UE.

La segunda competencia se desarrolla con el fin de *garantizar una aplicación coherente de las normas de la UE*, ya que aunque existe un cuerpo único de normas comunitarias la ejecución de dichas normas puede dar lugar a divergencias de opinión en cuanto a la aplicación.

En las propuestas de reglamento originarias se recogía un régimen que consistía en lo siguiente. Sin perjuicio de la facultad de la Comisión de iniciar expediente sancionador contra los Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión tendrían poderes concretos para asegurar la aplicación coherente de las normas comunitarias. A este fin, se ponía en marcha un procedimiento comunitario dirigido a la conducta de los supervisores nacionales que se desarrolla en varios pasos: en primer lugar, *ante una infracción manifiesta de la legislación comunitaria por parte de una autoridad nacional de supervisión*, por iniciativa propia o a instancia de uno o varios de los supervisores nacionales o de la Comisión, investigarían el caso y, de ser necesario, dirigirían al supervisor nacional de que se trate una recomendación para la adopción de medidas, imponiendo el plazo fijo de un mes para atenerse a la recomendación; en segundo lugar, si la autoridad nacional no se atiene a esta recomendación, la Comisión tendría la potestad de dirigir a dicha autoridad una decisión a fin de garantizar el cumplimiento del Derecho comunitario, creando efectos jurídicos directos que puedan invocarse ante los órganos jurisdiccionales y las autoridades nacionales y ejecutarse de conformidad con el artículo 258 del Tratado; en tercer lugar, en el caso excepcional de que las Autoridades nacionales no adoptasen estas decisiones, las Autoridades Comunitarias de Supervisión podrían como último recurso adoptar una Decisión dirigida a las entidades financieras con relación a las normas comunitarias que les son directamente aplicables. Estas decisiones no impedirían a la Comisión incoar procedimientos de infracción contra los Estados miembros.

En la propuesta transaccional de la Presidencia sobre las propuestas de Reglamento de la Comisión Europea se suprimieron las competencias relativas a las competencias expresadas en el segundo lugar del expresado procedimiento relativas a la posibilidad de la Comisión de iniciar expediente sancionador al amparo del art. 258 del Tratado frente a las Autoridades de Supervisión.

3. Actuación en situaciones de emergencia.

Las Autoridades Europeas de Supervisión deben mantener una función de coordinación activa entre las Autoridades Nacionales de Supervisión, en particular en los casos en los que desarrollos adversos tengan repercusiones con relación al funcionamiento e integridad del Sistema Financiero en la Unión Europea. Sin embargo, en situaciones de emergencia la coordinación puede ser insuficiente, principalmente cuando las autoridades nacionales no desarrollan las herramientas adecuadas para atajar una situación de crisis transnacional. En estas circunstancias específicas, las Autoridades Europeas podrán requerir a los supervisores nacionales que adopten una decisión conjunta. La determinación de la existencia de una crisis transfronteriza requiere un nivel de apreciación que será examinado por la Comisión. Es materia de la

cláusula de salvaguardia. De forma paralela, tendrá que acelerarse el trabajo para la construcción de un marco europeo de supervisión que refuerce los esquemas de resolución y gestión de la crisis.

4. Resolución de faltas de acuerdo entre las autoridades de supervisión nacional.

Se establece un mecanismo con la finalidad de que las Autoridades Nacionales de Supervisión tengan en cuenta los intereses de otros Estados Miembros, incluidos los colegios de supervisión. Si una Autoridad de Supervisión no está de acuerdo con el procedimiento o el contenido de una acción o inacción por parte de otra Autoridad, cuando las normas comunitarias requieran que exista cooperación, coordinación o bien decisión conjunta la Autoridad, por requerimiento de la Autoridad de Supervisión que corresponda, debe, en principio, propiciar el diálogo y ayudar a los supervisores a llegar a un acuerdo, y en el supuesto de que no haya sido posible alcanzar ese acuerdo deberían adoptar una decisión para zanjar el asunto.

El mecanismo se desarrolla en tres pasos: en primer lugar, si una o más autoridades nacionales requieren a la Autoridad Europea de supervisión asistir para resolver estos desacuerdos será necesario establecer una fase de conciliación entre las autoridades para tratar de llegar a un acuerdo entre ellas, con la intervención de la capacidad mediadora de la Autoridad de Supervisión. Segundo, si después de una fase de conciliación no han podido llegar a un acuerdo, la AES puede resolver la cuestión mediante decisión. Sin embargo, esto será claramente excepcional, ya que en la mayoría de casos las autoridades nacionales podrán adoptar un acuerdo en el procedimiento de conciliación.

En el caso de incumplimiento de las Autoridades nacionales de Supervisión con la decisión adoptada, la Autoridad Europea de supervisión tendrá la posibilidad de adoptar una decisión dirigida a la institución financiera que será de directa aplicación, especificando las obligaciones con relación al Derecho comunitario.

Tiene que subrayarse que el mecanismo de resolución de disputas sólo tendrá por objeto materias determinadas —por ejemplo casos en los que la acción o inacción de los supervisores tiene un serio impacto sobre la habilidad de las autoridades de supervisión para proteger los intereses de los depositantes, asegurados, inversores o personas—. La Autoridad de Supervisión se reserva el derecho a no iniciar un procedimiento de resolución o adoptar ninguna decisión si no se cumple con los requisitos. Estos acuerdos son objeto de la cláusula de salvaguardia.

5. Colegios de Supervisores.

La supervisión corriente continuaría estando focalizada en el ámbito nacional y los supervisores nacionales seguirían siendo responsables de la supervisión de las

entidades individuales⁽¹³⁾. En lo referente a las entidades transfronterizas, *los colegios de supervisores* que se están creando constituirán el eje central del sistema de supervisión y cabe esperar que contribuyan sustancialmente a lograr un flujo equilibrado de información entre las autoridades de los países de origen y de acogida. Las Autoridades Europeas de Supervisión deberían participar en las reuniones de los colegios de supervisores, en calidad de observadores, con objeto de contribuir a la emergencia de una cultura común de supervisión y de prácticas coherentes en este ámbito. Si se crea siguiendo este modelo, el SESF combinará las ventajas de un marco paneuropeo de supervisión financiera con la experiencia de los órganos locales de supervisión, que están más próximos a las entidades que operan en su territorio.

6. Cultura común de supervisión, delegación de tareas y responsabilidades y revisión por pares.

La Autoridades Europeas de Supervisión tendrán como función *establecer una cultura común de supervisión y prácticas coherentes a ese respecto*, para lo que podrán promover el recurso a la delegación mutua de funciones y competencias entre autoridades nacionales de supervisión. Las Autoridades de Supervisión podrán desarrollar estas tareas identificando materias y responsabilidades en las que pueden delegar o ejercitar conjuntamente o desarrollar buenas prácticas. Incluso, las Autoridades Europeas podrán desarrollar equipos para la resolución conjunta de decisiones, e incluso realizar análisis conjuntos paritarios de las autoridades nacionales de supervisión.

7. Valoración de los desarrollos del mercado.

Una de las nuevas tareas asignadas a los Comités de Supervisión Europeos en la Decisión de la Comisión adoptada el 23 de enero de 2009 es la dirección, valoración e informe de las pautas, riesgos potenciales y vulnerabilidades en los sectores de la banca, seguro y valores. Aunque la JERS tendrá como competencias el análisis del sistema macro-prudencial del sector financiero de la UE, las AES continuarán con el trabajo de los Comités de supervisión existentes en áreas en las que el enfoque de análisis es distinto, por ejemplo el análisis micro-prudencial concreta un análisis desde la base hacia el ámbito superior, mientras que el sistema macro-prudencial dispone un análisis desde lo superior a la base, y sus análisis serán una información fundamental para el trabajo de la JERS.

8. Funciones internacionales.

A través de estas propuestas legislativas la Comisión responde a las debilidades que se han puesto de manifiesto durante la fase de crisis, así como a la llamada del G20

(13) Ello refleja el hecho de que, hoy por hoy, los recursos económicos destinados al rescate de las entidades financieras proceden aún de los Estados miembros y de los contribuyentes nacionales, tal como lo ha demostrado la actual crisis.

de actuar para construir un sistema de supervisión más eficiente, globalmente consistente, un sistema de regulación y supervisión de servicios financieros.

Las AES pueden servir de punto de contacto para las autoridades de supervisión de terceros países. Deben *asumir un papel internacional*, sin perjuicio de las competencias institucionales de las instituciones europeas, asignándole cierto papel en las actividades internacionales, en particular en relación con los acuerdos técnicos con organismos internacionales y con las Administraciones de terceros países a su nivel. Las Autoridades Europeas de Supervisión podrían también asistir a la Comisión en la preparación de decisiones sobre la equivalencia de los regímenes de supervisión de terceros países. Las AES, a iniciativa propia o por instancia de terceros, podrán elaborar advertencias al Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión o publicar opiniones, incluidas las valoraciones de fusiones y adquisiciones internacionales.

9. Recopilar información.

Por requerimiento de la Autoridad Europea de Supervisión, las Autoridades nacionales y otras autoridades públicas de los Estados miembros deben proporcionarle información para desarrollar las tareas que le han sido asignadas. La AES debe *recopilar información microprudencial*, encargándose de agregar toda la información microprudencial pertinente que provenga de los supervisores nacionales. A tal fin, debería establecerse una base de datos central europea, cuya gestión correspondería a las citadas Autoridades. La información estaría a disposición de las autoridades competentes integradas en los colegios de supervisores y podría remitirse, en formato agregado y/o anónimo, a la JERS. Para ello, es posible que resulte necesario modificar la legislación sectorial vigente.

10. Relaciones con la JERS.

El marco europeo de supervisión será eficaz solamente si las Autoridades Europea de Supervisión y la JERS cooperan de forma estrecha. El objetivo de la reforma es asegurar una interacción en las formas de supervisión en los niveles macro-prudencial y micro-prudencial. Para el cumplimiento de sus tareas de supervisión macroprudencial la JERS necesita una información oportuna de los datos microprudenciales, mientras que los sistemas microprudenciales de supervisión a cargo de las Autoridades Nacionales se pueden beneficiar de las perspectivas del desarrollo macroprudencial. La regulación también especifica los procedimientos que tienen que seguirse por las Autoridades Europeas de Supervisión para actuar bajo recomendaciones por la JERS y cómo las AES deben utilizar su poder para asegurar en tiempo que se sigan las Recomendaciones dirigidas a una o más autoridades de supervisión.

11. Salvaguardia.

El línea con las conclusiones del ECOFIN y las conclusiones del Consejo de junio de 2009, dispone que se introduzca una cláusula de salvaguardia ya que, sin perjuicio de la aplicación del Derecho comunitario y el reconocimiento de las obligaciones que incumben a los Estados miembros, las decisiones de las AES no deben vulnerar las

responsabilidades fiscales de los Estados miembros. La cláusula garantiza que si un Estado miembro considera que una Decisión tomada bajo el art. 10 —por ejemplo decisión de urgencia— o el 11 —resolución de falta de acuerdo— de estas regulaciones afecta a las responsabilidades presupuestarias, debe notificar a la Autoridad y la Comisión que la Autoridad de Supervisión Nacional no va a implementar esta medida de la Autoridad, demostrando claramente cómo la decisión nacional afecta a sus responsabilidades fiscales. En el plazo de un mes la Autoridad Europea debe informar al Estado miembro si mantiene o revoca la decisión. Si la Autoridad mantiene la decisión, el Estado miembro puede consultar al Consejo y la decisión de la Autoridad puede suspenderse. El Consejo debe decidir en dos meses si mantiene o revoca la decisión, actuando por mayoría cualificada.

3.3. Composición y estructura operativa de las AES: órganos propios de cada AES y órganos comunes

La Comisión aconseja seguir el modelo propuesto por el Informe De Larosière según el cual las Autoridades Europeas de Supervisión trabajarían en paralelo con los supervisores financieros nacionales. Frente al debate sobre la estructura de supervisión que resultaría más adecuada, que contempla opciones entre bien un solo supervisor para todos los sectores, bien supervisores diferenciados para la supervisión prudencial y la vigilancia del ejercicio de la actividad en relación con todas las entidades financieras —modelo denominado *twin peaks*—, o bien un enfoque sectorial —es decir, supervisores diferenciados para la banca, los seguros y las actividades con valores—, la Comisión considera preferible mantener a nivel europeo este último enfoque. El mencionado enfoque se basa en las estructuras existentes, dado que no existen pruebas concluyentes de que otras estructuras vayan a ser más eficientes en lo que respecta a las competencias específicas que se propone atribuir a las Autoridades Europeas de Supervisión.

Será fundamental la cooperación intersectorial, a fin de reflejar las tendencias y realidades de los mercados pertinentes. En la medida en que prosiga la convergencia entre sectores, será cada vez más necesario que las tres Autoridades Europeas de Supervisión y un representante de la Comisión evalúen los correspondientes regímenes sectoriales, con vistas a definir principios comunes y comprender las posibles diferencias.

Las decisiones de las Autoridades Europeas de Supervisión relativas a normas técnicas se tomarían a través de la Junta, por mayoría cualificada, en función de las ponderaciones atribuidas por el Tratado a los Estados miembros. Para otras funciones es posible establecer otros principios. Por ejemplo, las decisiones sobre la aplicación de las normativas vigentes podrían adoptarse por mayoría simple, según el principio “una persona, un voto”. Cada una de las Autoridades Europeas de Supervisión tendría su propio presupuesto, que estaría sujeto al procedimiento de descargo por el Parlamento Europeo. Sus recursos podrían provenir del presupuesto de la UE, así como de otras fuentes, por ejemplo de contribuciones de las autoridades nacionales. Todo presupuesto tendría que ser proporcional a sus competencias y garantizar su independen-

cia. Las Autoridades Europeas de Supervisión deberían actuar como enlace estructurado con todos los interesados, incluidos los consumidores.

Será fundamental garantizar la independencia de estas Autoridades Europeas de Supervisión, de forma particular con respecto a las autoridades nacionales que no sean las de supervisión y a las instituciones europeas, las cuales no deberían interferir en las decisiones de las Autoridades Europeas de Supervisión. No obstante, éstas serían plenamente responsables ante el Consejo, el Parlamento Europeo y la Comisión, por lo que las Autoridades Europeas de Supervisión tendrían que rendir formalmente cuentas a las instituciones europeas con una frecuencia de dos veces al año, como mínimo.

Se proyecta también la composición en la estructura del Sistema Europeo de Supervisores Financieros, que define la siguiente composición: Se estructuran tres *Autoridades Europeas de Supervisión*, que serían la *Autoridad Europea Bancaria* (AEB), la *Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación* (AESPJ) y la *Autoridad Europea de Valores* (AEV).

Cada una de estas AES tendrá los siguientes órganos:

1. *Una Junta de Supervisores —Board of Supervisors—.*

La Junta de supervisores estará integrada: por el presidente de las Autoridades Europeas de Supervisión, que preside dicha Junta, pero no tiene derecho de voto; los presidentes de las autoridades nacionales de supervisión pertinentes de cada Estado miembro; participan en la Junta de Supervisores, en calidad de *observadores*, representantes de la Comisión, de la JERS y de las otras dos autoridades supervisoras y, si fuera relevante, otros miembros en calidad de supervisores.

Por regla general las decisiones de la Autoridad de Supervisión se adoptan por mayoría. Las decisiones de las Autoridades Europeas de Supervisión relativas a normas técnicas o decisiones con relación a los preceptos sobre disposiciones financieras se tomarían en la Junta por mayoría cualificada. La Junta puede organizar equipos para resolver controversias. Sin embargo, la decisión final se adopta por la Junta a propuesta del grupo de trabajo.

2. *Consejo de administración —Management Board—.*

Esta comisión se encargaría de los asuntos relacionados con el funcionamiento general. El Consejo de administración se asegura de que la Autoridad desarrolla su misión y cumple con sus tareas. En particular será responsable de preparar el programa de trabajo de la Autoridad, adoptando reglas de procedimiento, y jugando un papel central en la elaboración de su presupuesto. Se compondrá del presidente de la Autoridad Europea de Supervisión, un representante de la Comisión y cuatro miembros elegidos por la Junta de supervisores entre sus miembros, que deben actuar de forma independiente y objetiva en interés de la Comunidad. El director ejecutivo participará en las reuniones del Consejo de administración sin derecho de voto.

3. *Presidente y director ejecutivo —Chairperson and Executive Director—.*

La AES estará siempre representada por el presidente, que será el responsable de la preparación del trabajo de la Junta de Supervisores y que presidirá las juntas, tanto de supervisores como del Consejo de administración. Las actuaciones diarias de las AES serán gestionadas por el director ejecutivo, que de forma similar al presidente será un profesional independiente. Él o ella serán responsables de la elaboración del plan anual de trabajo y tomar las medidas necesarias para asegurar el funcionamiento de la AES. Ambos serán elegidos por la Junta de Supervisores por sus méritos, habilidades y conocimientos de las instituciones financieras y los mercados y su experiencia en la supervisión, siguiendo un proceso abierto de selección. El candidato propuesto por la Junta como presidente debe ser confirmado por el Parlamento europeo. El plazo de nombramiento será de 5 años y puede ser prorrogado una vez más. Esta prórroga dependerá de la evaluación elaborada por la Junta.

Para las tres autoridades se establecerá un *Comité mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión —Joint Committee of European Supervisory—* y una *sala de recursos —Board of Appeal—*.

El *Comité mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión* permite una cooperación intersectorial que será fundamental para reflejar las tendencias del mercado y sus realidades. El Comité permitiría una integración formal en una estructura que englobaría a los tres sectores, a fin de garantizar la comprensión y cooperación mutuas de las tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión y la coherencia entre sus planteamientos de supervisión, a la hora de responder a los retos intersectoriales —como los que representan los conglomerados financieros— y de asegurar condiciones de competencia equitativas. Un subcomité del Comité conjunto podrá emitir informes intersectoriales, incluidos los conglomerados financieros para asegurar un marco uniforme. Mientras que en la actualidad las decisiones, por ejemplo de los conglomerados financieros, se adoptan por cada Autoridad de supervisión de forma individual, un Comité Conjunto asegurará que las decisiones se adoptarán por las Autoridades de Supervisión de forma paralela.

Una sala de recursos asegurará que cualquier persona natural o jurídica, incluidas las Autoridades de Supervisión Nacional, podrán apelar en primera instancia a la Junta contra la decisión de la AES para asegurar una aplicación coherente de las reglas Comunitarias, en situaciones de emergencias, y para decidir controversias. La sala de recursos será un órgano conjunto para las tres AES y tratará de las decisiones relativas a la banca, seguros y valores. La sala de recursos tendrá seis miembros y seis suplentes con conocimientos relevantes y experiencia, excluidos los miembros de las AES o de otras instituciones de la Comunidad envueltas en las actividades de la Autoridad. Dos miembros más de la sala de recursos y dos suplentes tendrán que nombrarse por la Junta de supervisores por cada AES de una lista propuesta por la Comisión Europea.

3.4. Diferencias clave entre las tres AES

Las diferencias entre las tres propuestas de regulación se refieren a las diferencias de objetivos entre las autoridades, el ámbito de actuación y las definiciones que están

adaptadas a las especificidades del sector relevante y la legislación comunitaria existente. En Consejo Europeo concluye que las AES pueden tener poderes de supervisión para las agencias de *rating*. La AEV tendrá poderes de supervisión para registrar las agencias de *rating* y adoptar medidas para cancelar el registro o suspender el uso por razones regulatorias de las agencias de *rating*. Los poderes de supervisión abarcan las competencias para requerir información, dirigir las investigaciones y las inspecciones *in situ*. Las responsabilidades y poderes de la AEV con relación a las agencias de calificación crediticia serán definidas en la reforma del régimen de dichas entidades.

3.5. Base jurídica del SESF

El Tribunal de Justicia ha reconocido que el artículo 95 del Tratado CE, relativo a la adopción de medidas de aproximación de las legislaciones con vistas al *establecimiento y funcionamiento del mercado interior*, constituye una base jurídica adecuada para la creación de “un organismo comunitario encargado de contribuir a alcanzar una armonización”, siempre que las misiones confiadas a dicho organismo estén estrechamente ligadas a las materias que son objeto de actos de aproximación de las legislaciones nacionales. La base jurídica para el establecimiento de las Autoridades Europeas de Supervisión debería ser la disposición del Tratado CE que constituya igualmente la base jurídica específica de la política que están destinadas a aplicar. Las misiones que se confíen a las Autoridades Europeas de Supervisión estarán estrechamente ligadas a las medidas adoptadas en respuesta a la crisis financiera anunciadas también en la Comunicación «Gestionar la recuperación europea», por lo que pueden, pues, conforme a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia, basarse en el artículo 95 del Tratado CE.

Como es sabido, la crisis financiera y económica ha originado riesgos para la estabilidad del mercado interior, siendo particularmente necesario en la actualidad restablecer y mantener un sistema financiero estable y fiable. Por otra parte, unos mercados financieros más profundos e integrados ofrecen mejores oportunidades de financiación y diversificación de riesgos, contribuyendo así a mejorar la capacidad de las economías para resistir a las presiones, por lo que cabe considerar que la integración financiera y la estabilidad se potencian mutuamente.

El establecimiento del SESF y de las tres Autoridades Europeas de Supervisión irá acompañado de la elaboración de un *código normativo único* que asegurará una aplicación uniforme de las normas en la UE y contribuirá así al funcionamiento del mercado interior. La labor de las Autoridades Europeas de Supervisión consistirá en asistir a las autoridades nacionales en la interpretación y aplicación coherente de las normas comunitarias.

4. Cooperación entre el SESF y la JERS

Señala la exposición de motivos de la Propuesta legislativa de Reglamento del sistema de supervisión financiera macro-prudencial y creación de la JERS —COM(2009) 499 final, 2009/1040(COD)— que el marco de supervisión propuesto

para la UE sólo puede ser viable si el SESF y la JERS cooperan eficazmente. En efecto, el objetivo de la reforma es lograr una interacción más homogénea entre la supervisión macroprudencial y la microprudencial. En el desempeño de su papel de supervisor macroprudencial, la JERS necesitaría recibir oportunamente datos armonizados de nivel microprudencial, en tanto que la supervisión microprudencial por parte de las autoridades nacionales se beneficiaría con el conocimiento del entorno macroprudencial que puede aportar la JERS. Si queremos evitar las trampas del pasado, es fundamental establecer procedimientos vinculantes de cooperación e intercambio de información entre los niveles micro y macroprudencial.

III. PROPUESTAS DE REFORMAS LEGISLATIVAS DE LA DIRECTIVA “ÓMNIBUS”

Las iniciativas legislativas que crean las entidades que llevarán el Sistema Europeo de Supervisión requieren la reforma en los tres sectores sobre los que van a desarrollar sus competencias: seguros, bancario y de valores. En efecto, la implantación del sistema de supervisión descrito en los Proyectos legislativos y el documento de trabajo de la Comisión, publicado el 23 de septiembre de 2009 —SEC(2009)1234—, anunciaban la exigencia de ciertas reformas sectoriales e incluso se efectuaba un esbozo preliminar sobre los distintos aspectos de las distintas Directivas comunitarias sectoriales que se van a ver afectadas por el ámbito de las funciones otorgadas a las Autoridades de Supervisión.

El 26 de octubre de 2009 se publica la Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo conocida como Directiva “ómnibus”, que contempla distintos contenidos, todos ellos relacionados con la finalidad de dotar a las Autoridades Europeas de Supervisión de los poderes que vienen reconocidos en los Proyectos legislativos de creación de dichos entes, particularmente la facultad de elaborar normas técnicas.

En efecto, mediante dicho Proyecto se emprenden las reformas legislativas en las normas bancarias, de seguros y pensiones y de valores. Son dichas áreas las que están afectadas por las funciones atribuidas a los órganos de supervisión y recaen en diversas categorías.

— En primer lugar, requieren reformas para que las autoridades de supervisión desarrollen la función de definir reglas técnicas que son un instrumento adicional para la convergencia del sistema de supervisión. Las propuestas de regulación de las Autoridades de supervisión Bancaria, de Seguros y de Valores, adoptadas por la Comisión en septiembre de 2009, les otorgan facultades para elaborar normas técnicas en las distintas áreas sectoriales. La identificación de las distintas áreas para establecer los estándares técnicos se basa en los principios que relacionamos a continuación.

- *Informes técnicos*: Las áreas seleccionadas son genuinamente técnicas, y los estándares técnicos se llevan por supervisores. En estas áreas no hay involucradas decisiones políticas.

- *Informes prácticos/procedimientos de cooperación*: hace relación tanto a informes prácticos como a procedimientos de aproximación para el intercambio de in-

formación que pueden mejorar la cooperación entre autoridades de supervisión, que afectan directamente a las autoridades afectadas.

- *Flexibilidad*: dónde es importante tener flexibilidad técnica para responder de forma rápida a los desarrollos futuros del mercado, o bien, a áreas específicas en las que no es importante establecer cambios pero para las que debe considerarse la opción de hacerlos en un futuro si fuera necesario.

- *Necesidad*: Sólo en aquellas áreas seleccionadas por requerir normas técnicas consistentes y detalladas necesarias para la estabilidad financiera, la protección de los inversores o asegurar la eficiencia del mercado.

En la práctica estas áreas donde recaen normas técnicas caen en tres categorías. En primer lugar, los estándares se pueden desarrollar en aquellas áreas donde el detalle metodológica o cuantitativamente se requiere para asegurar la aplicación consistente de ciertas reglas y donde se requiere menos para emitir un juicio de supervisión. En segundo lugar, en aquellas áreas que se verían beneficiadas por un acercamiento uniforme en la forma de informar o publicar datos. Finalmente, en aquellas áreas en las que los supervisores se beneficiarían de una consistente aproximación o de procesos de cooperación en la valoración de los riesgos o de compartir información, por ejemplo por las autoridades de supervisión del estado miembro de origen y el de acogida.

— En segundo lugar, contempla reformas para integrar la posibilidad de que las autoridades de supervisión comunitaria resuelvan las controversias y dichas reformas afectan a aquellas áreas sectoriales en las que existe un sistema de toma de decisiones.

En este contexto, se propone que el mecanismo para resolver las controversias asegurará que las Autoridades de supervisión tengan en cuenta los intereses de los Estados miembros, así como la estabilidad del sistema europeo en conjunto.

En general, las faltas de acuerdo entre los supervisores están cubiertas por entero por las normas sin alcance en la legislación sectorial afectada. Sin embargo, podrán ser necesarias ciertas reformas para reconocer a las autoridades de supervisión competencias para resolver conflictos en aquellos sectores en los que ya existe alguna forma de mediación no obligatoria, o donde existen límites temporales para que las autoridades de supervisión adopten decisiones conjuntas. Las reformas tienen por objetivo asegurar que la intervención será mínima en la interferencia sobre el proceso a través del cual se llegue a una decisión conjunta, pero que asegure, en caso necesario, que la Autoridad de supervisión resuelva el conflicto.

— En tercer lugar, hay áreas que consecuentemente se van a ver afectadas por diversas reformas sectoriales con la finalidad de facilitar que funcionen las nuevas autoridades de supervisión.

En este sentido, con la finalidad de que las nuevas autoridades de supervisión asuman las competencias que hasta ahora venían desarrolladas por los tres Comités de supervisión, se tienen que cambiar las denominaciones de las autoridades en todos los textos legislativos donde vengan nombrados los antiguos Comités.

Las nuevas autoridades de supervisión van a necesitar que las autoridades nacionales colaboren de forma estrecha, particularmente con la finalidad de que puedan

desarrollar sus nuevas funciones. Si fuera necesario, los requisitos específicos para compartir la información se reflejarán en las legislaciones sectoriales, con la finalidad de evitar los impedimentos que pudieran surgir en orden a compartir la mencionada información.

Las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión pueden coordinar útilmente el contacto con terceros países, siendo posible que cierren acuerdos con organizaciones internacionales o administraciones de terceros Estados, estableciendo regímenes de supervisión coordinados. Las nuevas Autoridades de Supervisión podrán, a instancia o de oficio, elaborar propuestas legislativas al Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión, o publicar opiniones, incluidas las relativas a las valoraciones de adquisiciones y fusiones transfronterizas.

También se propone que las AES tengan deberes relativos a la elaboración, publicación y actualización de las listas de sujetos financieros en la comunidad y otra información relevante, que en la actualidad es tarea de cada Autoridad Competente, por ejemplo la relativa al registro de las entidades de inversión de acuerdo con el art. 5 MIFID, o la lista de los mercados regulados del art. 47 MIFID. Si se tiene una lista consolidada de estos sujetos financieros en la Comunidad Europea se aumentará la transparencia que se reflejará en los distintos mercados financieros.

— Por último, las anunciadas reformas implican reformas en distintos ámbitos a varias directivas que pasamos a relacionar.

La *Directiva 2006/48/EC, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio*⁽¹⁴⁾.

Directive relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions *crecasts*.

El Proyecto de Directiva Ómnibus propone introducir modificaciones: a los arts. 6, 19, 26, 28, 42 incorporando la competencia de la Autoridad Europea de Banca, para desarrollar estándares técnicos; a los arts. 14 —que reemplaza por un nuevo texto—,

(14) En el Informe del BCE de 18 de marzo de 2010, se efectúan observaciones de forma particular a las reformas incorporadas por esta directiva recomendando modificar ciertas disposiciones para eliminar todo posible obstáculo legal al intercambio de información entre la ABE y la JERS, de forma que, en primer lugar, la modificación aclararía que la ABE, conforme a la Directiva 2006/48/CE y las disposiciones pertinentes del proyecto de reglamento de la ABE, puede transmitir a la JERS toda información recibida de las autoridades nacionales necesaria para el desempeño de las funciones de la JERS, sin perjuicio de otras normas europeas aplicables, especialmente el apartado 4 del artículo 15 del proyecto de reglamento de la JERS, y en segundo lugar, dado que la Directiva 2006/48/CE confía a los colegios de supervisores el desempeño de ciertas tareas en términos de intercambio de información, las exigencias de confidencialidad no deben impedir a las autoridades competentes intercambiar información confidencial en el seno de los colegios de supervisores y en vista de la importancia potencial de la información disponible en el seno de los colegios de supervisores, el BCE recomienda facultar expresamente a las AES para compartir con la JERS información confidencial relativa a las actividades de los colegios de supervisores previa solicitud motivada de la JERS y siempre que la información afecte al desempeño de sus funciones.

33, 42, 44, 46 y 63 que propone reconocer a la Autoridad Europea de Banca y la JERS diversas competencias; al art. 42.b) al que requieren competencia para proceder a la convergencia de los criterios europeos en distintos aspectos; a los arts. 74 y 110.2, otorga a la Autoridad Europea de Supervisión Bancaria desarrollar requisitos uniformes de informar con el formato, la frecuencia y en las fechas establecidas, de forma que se refuerzan los requisitos de supervisión favoreciendo la convergencia; a los arts. 81 y 97, estableciendo estándares de reconocimiento de las Agencias de calificación crediticia según una normativa que refuerza la convergencia, evitando duplicar trabajo y aligerando la carga del procedimiento a través del cual se reconoce a las Agencias de *Rating*; al art. 84, en virtud del cual se afecta al modelo de procedimiento por el que las instituciones calculan el riesgo de crédito —sistema IRB— y al art. 105, por el que las entidades siguen un modelo para calcular el riesgo de las operaciones; al art. 106, por el que se introducen las modificaciones para declarar las excepciones relativas a la transmisión de dinero; al art. 122.a), relativo a los estándares para especificar el deber de diligencia y requisitos de instituciones dedicadas a la titulización, en particular con relación a las actividades y medidas que deben adoptar relativas al incumplimiento del deber de diligencia; a los arts. 124 y 129 sobre los estándares relativos a las decisiones conjuntas del proceso para examen de los grupos sobre los riesgos de capital; al art. 131, que requiere que el funcionamiento de los colegios de supervisores se base en acuerdos escritos sustentados por las orientaciones del CEBS; a los arts. 143, 144 y 150, que insertan el funcionamiento de la Autoridad Europea de Supervisión Bancaria.

Directiva 2006/49/EC sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito —Capital Requirements Directive—.

La Propuesta de Directiva ómnibus afecta al art. 10 Directiva 2006/49, estableciendo la competencia de la Autoridad Europea de Supervisión Bancaria para elaborar normas técnicas que serán aprobadas por la Comisión para el cálculo del capital de las entidades de crédito.

La Directiva de Conglomerados Financieros —Financial Conglomerates Directive, 2002/87/CE—

El Proyecto de Directiva Ómnibus contempla la modificación de dicha directiva comunitaria afectando a distintos preceptos.

Se propone una nueva redacción del art. 4.2, relativo a la actividad del coordinador para identificar los conglomerados financieros, sustituyendo a la Comisión como destinatario de comunicación que tiene que efectuar el coordinador de la existencia del conglomerado financiero por un Comité conjunto de las nuevas autoridades de supervisión. Este comité conjunto debe publicar la lista de conglomerados financieros y actualizarla según el nuevo apartado 3 del art. 4 de la Directiva 2002/87.

Se modifica el art. 18.1, para atribuir al Comité conjunto de supervisores las competencias que dicho precepto venía atribuyendo al Comité de conglomerados financieros.

El art. 21.1 de la Directiva de conglomerados atribuye a la Comisión la facultad de elaborar adaptaciones técnicas en ciertos ámbitos de la Directiva, añadiendo la Directiva ómnibus la precisión de que las mencionadas nuevas medidas no incluirán la

determinación de las condiciones de aplicación de las previsiones que son materia regulada en el art. 21.a) de la Directiva, nuevo precepto que incorpora la previsión de nuevos estándares técnicos. Se suprime el art. 21.5 y se inserta un nuevo precepto 21.a) que contempla la atribución a las Autoridades de Supervisión de ámbito suficiente para elaborar estándares técnicos según el procedimiento previsto en la normativa que contempla la regulación de sus atribuciones. En este sentido, se modifica el art. 2.11, que contempla el criterio para determinar la existencia de conglomerados financieros, ya que en la actualidad no existe un criterio uniforme, ni certeza legal en la aplicación de dicho criterio de detección del conglomerado. Se cambia el art. 2.17, con la finalidad de fijar las condiciones para la aplicación de los procedimientos necesarios para determinar la autoridad competente relevante. El art. 3.3 altera los actuales criterios para la determinación de la existencia de conglomerados financieros basados en dos criterios relativos —ratios de balance y solvencia— y un indicador absoluto —total del balance— para incorporar nuevos criterios incluso más complejos, como la estructura de ingresos y las actividades fuera del balance, aunque la norma legal no debe establecer cómo aplicar estos criterios. Se altera el art. 6.2, relativo a los métodos de cálculo del capital del conglomerado, ya que a pesar de que en la actualidad se restringen a la elección entre dos métodos básicos conocidos como el de consolidación y el de deducción-agregación, queda un amplio ámbito de libertad que ocasiona injustificadas diferencias en el resultado de la aplicación estos sobre conglomerados similares. También se trata de una norma técnica modificada la prevista en el art. 7, relativa a la supervisión sobre la concentración de riesgo de las entidades reguladas de un conglomerado financiero. Se modifica el art. 8, que contempla las transacciones intragrupo regulando los aspectos que sirven para que los supervisores detecten qué riesgos de una parte del conglomerado financiero pueden extenderse o afectar a otras partes del conglomerado, considerando que a estos efectos deberán preverse criterios de aplicación únicos en las diversas Directivas comunitarias que lo contemplan.

El Dictamen del BCE de 18 de marzo de 2010 incorpora propuestas que afectan al artículo 12 de la directiva, con la pretensión de suprimir obstáculos al intercambio de información entre autoridades competentes y bancos centrales, AES y TERS.

— *La Directiva de Fondos de Pensiones de Empleo 2003/41/EC —Institutions for Occupational Retirement Provision Directive—*.

Las modificaciones en esta Directiva 2003/41/CE afectan a dos preceptos: al art. 13, en el que se incorpora la competencia de la Autoridad de Supervisión de Seguros para elaborar estándares técnicos relativos a la información que los Fondos de Pensiones de Empleo deben proporcionar a las autoridades competentes con la finalidad de reforzar la convergencia en los criterios de supervisión y elevar así la transparencia y la comparabilidad; y al art. 20, añadiendo un apartado 11 en el que se requiere que la Autoridad Europea de supervisión de seguros elabore estándares técnicos enumerando normas de naturaleza prudencial relativas al ámbito de la organización de los sistemas de pensiones para los Estados miembros no previstas en la legislación social o laboral de los Estados miembros.

El dictamen del BCE de 18 de marzo de 2010, incorpora la propuesta de un nuevo art. 20 bis) sobre secreto profesional y cooperación entre entidades competentes, para suprimir obstáculos legales para transmitir información.

— *La Directiva de Abuso en el Mercado 2003/6/EC —Market Abuse Directive—*

Según indicaba el Anexo III del documento de trabajo que acompaña las propuestas legislativas, las reformas incorporadas en la Directiva de abuso de mercado afectan al intercambio de información de las autoridades de supervisión previstas en el art. 16 de la mencionada Directiva 2003/6, intentando que la eficacia del intercambio de dicha información aumente a través de la incorporación de aspectos estandarizados y formales para dicho intercambio. La Directiva Ómnibus incorpora modificaciones en el art. 16, apdo. 2 cuarto párrafo, apdo. 4 párrafo 5 y apdo. 16 párrafo 5, con la finalidad de atribuir las competencias expresadas en estos preceptos a la nueva Autoridad de Supervisión de Valores comunitaria.

— *La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros 2004/39/EC —Markets in Financial Instruments Directive—*

Las modificaciones en esta Directiva se refieren: al art. 5.3, que añade la facultad de la Autoridad Europea de Supervisión de los Mercados para establecer una lista de empresas de inversión en la Comunidad; al art. 7, que añade un párrafo 4 que otorga a la Autoridad Europea de Supervisión en los Mercados de Valores la posibilidad de establecer requisitos técnicos uniformes en los procedimientos para conceder o denegar solicitudes de autorización; al art. 10.a), al que añade un párrafo 8 que legitima a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores para determinar la lista de información que debe proporcionar para valorar la adquisición de que se trate; a los arts. 31 y 32, que añaden nuevos párrafos que aseguran la uniformidad en los procedimientos de notificación; a los arts. 47, 48, 53, 56, 57, 58, 60, 62 y 63, incorporando a la Autoridad Europea de Supervisión de valores como sujetos a efectos de comunicaciones y otorgándoles la posibilidad de dictar normas técnicas comunes.

— *La Directiva del folleto 2003/71/CE —Prospectus Directive—*

El Trabajo de la Comisión que acompañaba las propuestas legislativas anunciaba reformas en esta Directiva 2003/71/CE en orden a favorecer la cooperación entre las entidades, con la finalidad de que los supervisores se beneficiaran de procesos estandarizados que reforzaran el proceso de convergencia en la supervisión financiera. Finalmente la Directiva ómnibus dispone que la reforma alcance: al art. 8, añadiendo un párrafo 5 en el que se atribuye a la Autoridad de Supervisión Europea de Valores la posibilidad de elaborar estándares técnicos para aplicar las normas de uniformidad dictadas por la Comisión para unificar criterios relativos a la información del folleto; al art. 13, incorporando en sus preceptos a la Autoridad Europea de Supervisión de

Valores a distintos efectos; al art. 14 insertando un nuevo apartado 4.bis⁽¹⁵⁾; al art. 16, con la finalidad de que la Autoridad Europea de Supervisión incorpore normas estandarizadas sobre la información que cabe añadir al folleto en caso de nueva información relevante, error material o inexactitud; al art. 17, párrafo 1, que incorpora a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores como legitimado para recibir la comunicación que contempla dicha disposición; y a los arts. 18, 21 y 22 para insertar la competencia de la Autoridad Europea de Supervisión de Valores en los mecanismos previstos en estos preceptos.

— *La Directiva de Transparencia 2004/109/CE —Transparency Directive—*.

Las reformas introducidas en esta directiva afectan: al art. 12.8.a) —suprimiendo la referencia al formulario normalizado que recoge este precepto—, al art. 13, atribuyendo a partir de ahora a la facultad de la Autoridad de Supervisión del Mercado de Valores para dictar normas técnicas uniformes para la comunicación de dichas participaciones y adquisiciones de derechos de voto, con la finalidad de reforzar los criterios de armonización comunitaria; al art. 25, sobre la aplicación del secreto profesional y la cooperación a las nuevas autoridades europeas de supervisión.

— *La Directiva relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo 2005/60/EC —Anti Money Laundering Directive—*.

En este caso la Directiva Ómnibus incorpora en los arts. 31 y 34 la competencia a las Autoridades de Supervisión Bancaria y del Mercado de Valores y de Seguros para elaborar normas técnicas para ciertas actividades contempladas en los respectivos preceptos.

— *La Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) —Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities Directive (UCITS)—*.

Esta reciente normativa se ve modificada en diversos preceptos por el Proyecto de Directiva Ómnibus; de forma particular, los siguientes preceptos: se añade un nue-

(15) El dictamen del BCE de 18 de marzo de 2010 efectúa observaciones de forma particular a las reformas incorporadas por esta directiva, afirmando que el hecho de que la publicación de todos los folletos en forma electrónica y su accesibilidad sea directamente en el sitio web de la futura Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) mediante un hipervínculo con el sitio web pertinente, mejorará la transparencia. Sobre este particular, el BCE apoya resueltamente que se mejore la disponibilidad y comparabilidad de ciertos elementos esenciales de los folletos normalizando los datos de referencia sobre valores y emisores a fin de ponerlos a disposición de las autoridades económicas, los reguladores y los mercados financieros mediante una infraestructura pública internacional. Los folletos contienen información esencial que puede ser importante a efectos del análisis del riesgo sistémico, la gestión de riesgos de las empresas, y la elaboración de estadísticas sobre valores, por lo que debe garantizarse la disponibilidad inmediata de esa información. En este sentido, el BCE manifiesta su disposición a cooperar con la AEVM para contribuir a diseñar y establecer un depósito electrónico y los procesos correspondientes.

vo párrafo en los arts. 5, 7, 12, 14, 29, 43, 50, 51, 60, 61, 64, 69, 74, 84, 95, 101, 102 y 105, para otorgar a la Autoridad Europea de Supervisión del Mercado de Valores competencias para elaborar requisitos técnicos para determinar las distintas actividades que contemplan estas disposiciones; se reemplaza el art. 21, en virtud del cual se obliga comunicar cierta información a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores; asimismo, el art. 12 impone la obligación de trasponer el contenido de estas modificaciones en el Derecho de los Estados miembros antes del 12 de diciembre de 2010.

En último lugar, también afectará a la *Directiva final de firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y de liquidación de valores de 1998/26/EC —Settlement Finality in payment and securities settlement systems Directive—*.

COMERCIALIZACIÓN TRANSFRONTERIZA E INTEGRACIÓN DEL MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA

RAÚL LAFUENTE SÁNCHEZ

*Doctor en Derecho
Profesor Asociado de Derecho internacional privado,
Universidad de Alicante
Abogado*

RESUMEN

La comercialización transfronteriza de fondos de inversión plantea ciertas ineficiencias que impiden el adecuado funcionamiento de este sector. Este trabajo identifica estas ineficiencias y analiza las novedades que introduce la Directiva 2009/65 con el fin de contribuir a la consecución de un mercado de fondos de inversión más eficiente en la Unión Europea. Se concluye que la simplificación de los documentos del fondo, la introducción de un nuevo procedimiento de notificación, la reducción de los costes de traducción y la regulación de los procesos de fusión de fondos incentivarán su comercialización transfronteriza. Igualmente, las mejoras que se incorporan en el funcionamiento del pasaporte comunitario para las sociedades gestoras y en la cooperación entre entidades supervisoras contribuirá a desarrollar estos procesos transfronterizos.

Palabras clave: Derecho comunitario, servicios financieros, Directiva OICVM IV, fondos de inversión, comercialización transfronteriza, fusión de fondos transfronterizos.

ABSTRACT

The cross-border marketing of investment funds raises some inefficiencies that impede the proper functioning of this sector. This work identifies these inefficiencies and it analyzes the innovations introduced by Directive 2009/65 in order to contribute to the achievement of a more efficient investment funds market in the European Union. We conclude that the simplification of the fund's documents, the introduction of a new notification procedure, the reduction of the costs of translation and the regulation of the cross-border merger processes will encourage the cross-border marketing funds. At the same time, the improvement in the functioning or the Management Company Passport and the close cooperation between competent authorities will help to develop these cross-border processes.

Key words: Community law, financial services, UCITS IV Directive, investment funds, cross-border marketing, cross-border mergers between investment funds.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE A LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

1. Antecedentes.

- 1.1. La Directiva 85/611.
- 1.2. La necesaria actualización y reforma de la Directiva 85/611.

- 1.3. El Libro Verde sobre los fondos de inversión y el Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión.

III. NECESIDAD DE MEJORAR LA EFICIENCIA DEL MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA.

1. Planteamiento.

2. Ineficiencias que plantea la comercialización transfronteriza de fondos de inversión.

- 2.1. Incorrecto funcionamiento del folleto simplificado.
- 2.2. Lentitud de los procedimientos aplicados para la comercialización transfronteriza de nuevos fondos de inversión.
 - 2.2.1. Procedimiento de notificación y autorización de fondos de inversión en otros Estados.
 - 2.2.2. ¿Cómo pueden mejorarse estos procedimientos de notificación y autorización de fondos de inversión en otros Estados?
- 2.3. Elevados costes que genera la traducción de documentos.
- 2.4. Ausencia de un sistema unificado de fusión de fondos transfronterizos.
 - 2.4.1. Situación actual.
 - 2.4.2. Posibles propuestas para mejorar la fusión transfronteriza de fondos de inversión.
- 2.5. Inadmisión de las técnicas de *pooling* o reagrupamiento de activos.
- 2.6. Ausencia de un pasaporte comunitario para las sociedades de gestión.
 - 2.6.1. Importancia del pasaporte comunitario para las sociedades gestoras.
 - 2.6.2. Pasaporte comunitario completo.
 - 2.6.3. Pasaporte comunitario parcial.
- 2.7. Deficiente cooperación transfronteriza entre las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros.

IV. EL NUEVO MARCO NORMATIVO APLICABLE A LOS FONDOS DE INVERSIÓN INTRODUCIDO POR LA DIRECTIVA 2009/65.

1. Objetivos de la Directiva.

2. Novedades que introduce para conseguir una mayor integración en el mercado de fondos de inversión en la Unión Europea.

- 2.1. Mejora en la información que debe proporcionarse a los inversores.
 - 2.1.1. Eliminación de la dualidad folleto completo-folleto simplificado.

- 2.2. Introducción de un nuevo procedimiento simplificado de notificación para la comercialización transfronteriza de participaciones de fondos de inversión.
- 2.3. Modificación de las disposiciones en materia de traducción de documentos.
- 2.4. Nuevas normas que permitan mejorar las fusiones de fondos transfronterizos.
- 2.5. Inclusión de nuevas normas sobre las estructuras de tipo principal-subordinado.
- 2.6. Mejoras en el funcionamiento del pasaporte comunitario para las sociedades de gestión.
- 2.7. Mayor cooperación entre las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros.

V. CONSIDERACIONES FINALES.

I. INTRODUCCIÓN

En el ámbito de los mercados de valores, la inversión colectiva representa un instrumento fundamental para gestionar el ahorro de los inversores privados, pues constituye la vía natural a través de la cual se produce la participación de éstos en los mercados de capitales⁽¹⁾. Para ello, la inversión colectiva se articula en torno a los denominados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) en la Unión Europea y, en España, las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).

De este modo, la función de los OICVM y las IIC consiste en captar el ahorro individual de sus socios o partícipes mediante la emisión de acciones o participaciones para canalizarlo hacia los mercados financieros y de capitales, invertirlo de forma conjunta y, posteriormente, repartir los resultados colectivos entre los inversores en función de las distintas aportaciones de las que sean titulares cada uno de sus partícipes.

Dentro de estas instituciones se ubican los fondos de inversión, que se constituyen como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, perteneciente a una pluralidad de inversores o partícipes que serán copropietarios del fondo en la proporción de las participaciones que hayan adquirido del patrimonio total del mismo. Su gestión

⁽¹⁾ MARTÍNEZ SEDANO, M.A., “Las instituciones de inversión colectiva como instrumento canalizador del ahorro: los fondos de inversión”, AA.VV., *El papel del ahorro e inversión en el desarrollo económico*, Federación de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras, Bilbao, 1995, pp. 88-108.

y administración se encomienda a una sociedad gestora y la custodia de su patrimonio a una entidad depositaria⁽²⁾.

Por su finalidad y por el volumen de activos que gestiona, este sector tiene una extraordinaria importancia en el contexto financiero internacional y, de manera particular, en el ámbito de los mercados de capitales y de valores en la Unión Europea. En este sentido, cabe destacar que a pesar de la crisis que estamos atravesando el patrimonio mundial de los fondos de inversión se ha recuperado, alcanzando durante el pasado año los niveles que mantenía en 2007⁽³⁾. Se deduce de ello que, contrariamente a la tendencia económica general, el año 2009 fue un buen año para la industria de la inversión colectiva⁽⁴⁾.

(2) La bibliografía consagrada al estudio de los OICVM, las Instituciones de inversión colectiva y los fondos de inversión es muy abundante. Vid. por todos: ALMOGUERA, J.A. y DOMÍNGUEZ VACAS, S., *Las instituciones de inversión colectiva*, ESINE, Madrid, 2006; DÍAZ RUIZ, E., “Principales Aspectos de la inversión colectiva”, en *Instituciones de inversión colectiva y mercados financieros*, B. Alejandro Balet y V.M. González Méndez (Dirs.), Lex Nova, Valladolid, 2006, pp. 125-140; GENEROSO HERMOSO, M.F. y otros, *Fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios*, EDIGENER, Madrid, 1992; IZQUIERDO, M., *Los mercados de valores en la CEE (Derecho Comunitario y adaptación al Derecho español)*, Civitas, Madrid, 1992; LAFUENTE SÁNCHEZ, R., “El Mercado Único Europeo en el ámbito de los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM)”, *NUE*, núm. 217, 2003, pp. 35-56; LÓPEZ VÁZQUEZ, A., *Sociedades de cartera y fondos de inversión*, Servicio de estudios de Esfina, Madrid, 1966; MORENO MUÑOZ, D., “La inversión colectiva frente a la inversión personal directa”, en B. Alejandro Balet y V.M. González Méndez (Dirs.), *Instituciones de inversión colectiva y mercados financieros*, Lex Nova, Valladolid, 2006, pp. 9-24; PULGAR EZQUERRA, J., *La naturaleza jurídica de los fondos de inversión mobiliaria*, EDR, Madrid, 2001; “La naturaleza jurídica de los fondos de inversión mobiliaria en el marco de la Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva”, *NUE*, núm. 283, 2008, pp. 85-91; RUGG, D.D., *Fondos de inversión*, Tibidabo-Economía, Barcelona, 1988; TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Dykinson, Madrid, 1998; “La Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido”, *RDBB*, núm. 93, enero-marzo de 2004, pp. 175-220; TORRECILLA FRADEJAS, A., “Las instituciones de inversión colectiva”, en J.L. Sánchez Fernández de Valderrama (Dir.), *Curso de bolsa y mercados financieros*, Ariel Economía, Barcelona, 2001, pp. 1087-1092; URETA DOMINGO, J.C. (coord.), *Situación actual y perspectivas de las instituciones de inversión colectiva*, FEF, Madrid, 2009; URÍA FERNÁNDEZ, F. (Coord.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, La Ley-Actualidad, Madrid, 2007; VERDERA Y TUELLS, E., “La constitución de los fondos de inversión mobiliaria”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los fondos de inversión mobiliaria*, IEBB, Facultad de CCEE, Universidad de Bilbao, 1974, pp. 21-209.

(3) De acuerdo con los datos de la Comisión de las Comunidades Europeas, en junio de 2007 el volumen de activos que gestionaban los OICVM en la Unión Europea ascendía a 6 billones de euros. Vid. “Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)”, COM (2008) 458 final, en <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0458:FIN:EN:PDF>>.

(4) Vid. los datos facilitados por EFAMA (European Fund and Asset Management Association) referidos al año 2009, en el que se produjo un incremento de 15,6% de los activos de los fondos de inversión. Quarterly Statistical Release, marzo de 2010, núm. 40, en <http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=doc_details&Itemid=-99&gid=1137>.

Además, por las ventajas que aportan a sus partícipes —diversificación del riesgo y la inversión, gestión profesionalizada, liquidez inmediata de la inversión, rentabilidad, seguridad, transparencia informativa, régimen de supervisión y control y tratamiento fiscal— los fondos de inversión representan un producto muy atractivo para los ahorradores y un competidor directo respecto a otras instituciones clásicas del mercado financiero, como pueden ser las libretas de ahorro, las imposiciones a plazo o las cédulas hipotecarias, pues como bien señala la exposición de motivos de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva⁽⁵⁾, “... la inversión colectiva es el canal natural para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales...”.

Por todo ello, en los últimos veinticinco años, coincidiendo con la adopción de la Directiva 85/611, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)⁽⁶⁾, se ha producido un crecimiento espectacular en la inversión colectiva en la Unión Europea. Este auge tan espectacular experimentado por la inversión colectiva tiene su origen en múltiples factores. Entre ellos, la creciente internacionalización de los mercados financieros, la integración de los mercados financieros y de valores en el ámbito de la Unión Europea y la implantación de la UEM con la adopción de la moneda única.

Precisamente, la Directiva 2009/65, adoptada recientemente y que va a ser objeto de análisis en el presente trabajo, pretende contribuir a una mayor integración de los mercados financieros y de valores y, en especial, de los fondos de inversión en la Unión Europea.

II. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

1. Antecedentes

1.1. La Directiva 85/611

En el año 1985, el Consejo de la Unión Europea adoptó, sobre la base jurídica del artículo 57.2 del TCE⁽⁷⁾, la Directiva 85/611, encaminada a regular los organismos de inversión colectiva (OICVM) en la Unión Europea. Con esta norma se pretendía acelerar la creación de un mercado único de valores en un momento en el que la disparidad

⁽⁵⁾ Ley de 4 de noviembre (BOE núm. 265, de 5-11-2003) (en adelante, Ley de IIC). Esta Ley se ha desarrollado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva (BOE núm. 267, de 8-11-2005) (en adelante, Reglamento de IIC).

⁽⁶⁾ Directiva del Consejo, de 20 de diciembre de 1985 (DOUE L 375, de 31-12-1985).

⁽⁷⁾ Hoy artículo 47 del TCE, tras la entrada en vigor del Tratado de Ámsterdam.

legislativa existente en los Estados miembros en esta materia dificultaba este objetivo, y suponía un obstáculo para la movilidad transfronteriza de las participaciones de los organismos de inversión colectiva.

Se armonizaban los OICVM de carácter abierto, es decir, aquéllos cuyas acciones o participaciones han de ser recompradas o reembolsadas a petición de sus tenedores y a cargo de los activos del OICVM, con el objetivo de aproximar las legislaciones de los Estados miembros y, de este modo, garantizar y proteger el ahorro de los inversores en la Unión Europea. Para ello, la Directiva se proponía: a) unificar las condiciones de competencia entre los organismos de inversión colectiva situados en cualesquiera de los Estados comunitarios; b) garantizar una protección uniforme y más eficaz de los partícipes en esta actividad de inversión; c) facilitar la libre circulación o comercialización transfronteriza de participaciones de estos organismos de inversión en todo el territorio comunitario; y d) contribuir a la creación de un mercado único de capitales⁽⁸⁾.

Por otra parte, constituye una de las primeras iniciativas legislativas adoptadas por la Comisión CE en el ámbito de los mercados financieros y, además de armonizar parcialmente la legislación de los Estados miembros en materia de inversión colectiva, establecía un régimen de licencia única (principio de reconocimiento mutuo) para los OICVM.

Esta Directiva ha sido objeto de numerosas modificaciones hasta la fecha, lo que, sin duda, ha incrementado la complejidad del marco normativo aplicable a esta materia⁽⁹⁾. Este es, precisamente, uno de los motivos por los que se hacía necesaria la adopción de una nueva norma.

⁽⁸⁾ Considerandos número 2 y 3 de la Directiva 85/611.

⁽⁹⁾ Vid. los siguientes actos jurídicos: a) La Directiva 88/220/CEE del Consejo, de 22 de marzo de 1988, que modifica la Directiva 85/611/CEE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo relativo a la política de inversión de determinados OICVM (DOUE L 100, de 19-4-1988); b) La Directiva 95/26/CEE del Parlamento europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995, por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial (DOUE L 168, de 18-07-1995); c) La Directiva 2000/64/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre de 2000, que modifica las Directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE del Consejo en lo relativo al intercambio de información con terceros países (DOUE L 290, de 17-11-2000); d) La Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados (DOUE L 41, de 13-02-2002); e) La Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en

1.2. La necesaria actualización y reforma de la Directiva 85/611

A pesar de la importancia que en términos económicos representa la industria de los fondos de inversión, ésta se encuentra sometida a una competencia cada vez mayor, generada por la creciente aparición en los mercados de nuevos productos de inversión alternativa. Por ejemplo, fondos de cobertura (*Hedge Funds*), fondos de capital riesgo/inversión (*Private Equity Funds*), seguros de vida vinculados a fondos de inversión, productos vinculados a fondos de inversión (*Unit-Linked*), certificados de inversión, productos estructurados y otros planes de inversión colectiva. Por lo tanto, mantener su patrimonio o, incluso, aumentarlo no resulta tarea fácil.

Analizando las posibles debilidades que pueden plantear los fondos de inversión a la hora de competir con otros productos de inversión no se puede obviar el rígido marco legal al que se encuentran sometidos. Por el contrario, existen otros productos no armonizados que, si bien son productos complejos dirigidos a un tipo de inversor más cualificado por el mayor riesgo que entrañan, se regulan de conformidad con las legislaciones nacionales del país de domiciliación o comercialización, por lo que no están sujetos al cumplimiento de requisitos tan estrictos, sobre todo en materia de información y transparencia.

Pues bien, a pesar del marco jurídico arbitrado por la Directiva 85/611, el desarrollo del mercado financiero único y el auge experimentado en la Unión Europea por los mercados de valores en general, y la inversión colectiva y los fondos de inversión en particular, han puesto de manifiesto en los últimos años la necesidad de proceder a una reforma de esta Directiva con el fin de adaptarla a la realidad actual, dotarla de mayor flexibilidad y eliminar la situación de desigualdad a la que se enfrentan los fondos de inversión frente a otros productos competidores.

A mayor abundamiento, las numerosas modificaciones de las que ha sido objeto la Directiva 85/611 hasta la fecha han incrementado la complejidad del marco norma-

valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM (DOUE L 41, de 13-02-2002); f) La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (Directiva MiFID) (DOUE L 145, de 30-04-2004); g) La Directiva 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo de 2005, por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE del Consejo y las Directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, a fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros (DOUE L 79, de 24-03-2005); h) La Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones (DOUE L 79, de 20-03-2007); i) La Directiva 2008/18/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo relativo al ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión (DOUE L 76, de 19-03-2008).

tivo aplicable a esta materia, por lo que se hacía necesaria la codificación de estas reformas en un solo texto legislativo que permitiese contar con un marco regulatorio de los OICVM más accesible y comprensible tanto para la industria cuanto para los inversores.

De este modo, si bien es posible afirmar que el marco jurídico pergeñado por la Directiva 85/611 ha quedado obsoleto, su aplicación ha servido, de una parte, para contribuir a una mayor integración del mercado de fondos de inversión en la Unión Europea y, de otra, para identificar las ineficiencias que presenta este producto, especialmente en aquellos aspectos relacionados con su comercialización transfronteriza.

1.3. El Libro Verde sobre los fondos de inversión y el Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión

Por todo lo anteriormente expuesto, en el año 2005 el Libro Verde de la Comisión sobre los fondos de inversión⁽¹⁰⁾ abrió un debate sobre la necesidad de actuar a nivel comunitario en el ámbito de los fondos de inversión. Un año más tarde, el Libro Blanco de la Comisión sobre los fondos de inversión⁽¹¹⁾ presentaba algunas propuestas legislativas concretas para mejorar el marco jurídico de este producto.

Precisamente, en el Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión, la Comisión Europea, tras analizar los problemas e ineficiencias que afectan al desarrollo de este sector en el ámbito del mercado único de la Unión Europea, define un conjunto de medidas de carácter legislativo y no legislativo dirigidas a simplificar las condiciones de funcionamiento de los fondos de inversión y a garantizar a los inversores herramientas eficaces para que puedan adoptar sus decisiones de inversión de manera fundamentada.

Con el fin de alcanzar estos objetivos, las principales propuestas que planteaba el Libro Blanco pueden agruparse en tres grandes apartados:

- a) Simplificar los mecanismos de concesión del pasaporte comunitario y ampliar las libertades de las que disfrutaban los fondos y sus sociedades gestoras.
- b) Mejorar el folleto simplificado, su utilidad y eficacia, y
- c) Reforzar la cooperación entre autoridades competentes en materia de supervisión cautelar.

⁽¹⁰⁾ Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión, COM (2005) 314 final, en <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0314:FIN:ES:PDF>>.

⁽¹¹⁾ Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión, COM (2006) 686 final, en <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0314:FIN:ES:PDF>>.

III. NECESIDAD DE MEJORAR LA EFICIENCIA DEL MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA

1. Planteamiento

A partir del análisis del marco jurídico que ha venido aplicándose a los fondos de inversión durante los últimos veinticinco años y de la praxis que ha venido generando la comercialización de este producto en el ámbito de la Unión Europea, es posible identificar ciertas ineficiencias que de hecho limitan o impiden el adecuado desarrollo de esta industria en beneficio de sus competidores. Las más relevantes son: a) la lentitud de los procedimientos para poner nuevos productos en el mercado; b) la inaplicación de economías de escala; c) el mantenimiento de barreras a la libre prestación de servicios transfronterizos; d) la ausencia de procesos estandarizados para las órdenes de suscripción y reembolso de participaciones de fondos de inversión; y e) las barreras fiscales⁽¹²⁾.

A continuación analizaré las principales ineficiencias que presenta este sector y que han sido tomadas en consideración a la hora de adoptar la Directiva 2009/65 con el fin de minimizar y eliminar su efecto negativo⁽¹³⁾.

2. Ineficiencias que plantea la comercialización transfronteriza de fondos de inversión

2.1. Incorrecto funcionamiento del folleto simplificado

En la Directiva 85/611 se regulan y distinguen dos documentos informativos bien diferenciados: el folleto completo y el folleto simplificado⁽¹⁴⁾. El folleto del fondo es un documento oficial que ha de ser elaborado por la sociedad gestora y registrado en el registro de libre acceso habilitado al efecto por la CNMV⁽¹⁵⁾. En él se recoge la información necesaria que permite al inversor formular un juicio fundado sobre la inversión que se le propone. Dentro de las obligaciones que incumben a la sociedad gestora, en concreto las relativas a la información que ha de facilitar a los partícipes,

(12) Tal y como ha identificado el Grupo de expertos auspiciado por la Comisión Europea en Eficiencia de los mercados de fondos de inversión y ponen de manifiesto en su Informe: "Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency", en <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/efficiency_en.pdf>, pp. 3-4.

(13) En relación a las ineficiencias que presentan los fondos de inversión como instrumento financiero para su comercialización transfronteriza, vid. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., *Contratos internacionales electrónicos de fondos de inversión*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2008, pp. 247-271.

(14) Vid. artículos 27 a 35 de la Directiva 85/611.

(15) Con carácter general, el folleto se presentará ante la CNMV a través del sistema CIFRADO/CNMV, sistema de transmisión telemática de información y documentos entre las entidades sometidas a supervisión y la CNMV. Vid. <<http://www.cnmv.es>>.

ésta tendrá que publicar para cada uno de los fondos de inversión que administre un folleto completo y un folleto simplificado⁽¹⁶⁾.

Los dos folletos —completo y simplificado— han de ser suministrados al inversor de manera gratuita, si bien el simplificado se facilitará *ex ante* y de manera obligatoria a la celebración del contrato, es decir, a la suscripción de participaciones del fondo, mientras que el completo se facilitará únicamente previa solicitud del inversor⁽¹⁷⁾. Además, en la publicidad sobre la comercialización de participaciones de los fondos de inversión habrá de indicarse claramente dónde pueden consultar los inversores el contenido de ambos folletos, ya sea en sus propias oficinas o en las oficinas de las entidades comercializadoras.

Por otra parte, y dado que el folleto contiene las características relevantes del fondo, cada vez que se produzca una modificación de su contenido el folleto tendrá que ser actualizado⁽¹⁸⁾. En este sentido, el uso de la web de la entidad comercializadora puede desempeñar un papel decisivo en la actualización y traslado de esta información a los partícipes, que será de forma inmediata y en tiempo real.

En líneas generales, y al objeto de discernir entre el folleto completo y el folleto simplificado, hay que señalar que el folleto simplificado recoge los aspectos esenciales que el inversor ha de conocer para poder formular un juicio fundado sobre la inversión que se propone realizar. Por el contrario, en el folleto completo se recoge *in extenso* toda la información relativa al fondo de inversión.

Así, el folleto simplificado, para cuya cumplimentación ha de servir como modelo la información a la que se refiere la propia Directiva, incorporará la información relevante que, de una forma clara y concisa, ha de facilitar el fondo al inversor previa-

(16) El contenido y forma de presentación de los folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva se encuentra regulado por la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, <http://www.cnmv.es/index_n.htm?legislacion/legislacion/circulares/3_2006.htm~/p_legislacion_1.html>. Vid. al respecto, TAPIA HERMIDA, A.J., “La Circular 3/2006 de la CNMV sobre folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva”, *RDBB*, núm. 105, 2007, pp. 202-204.

(17) El artículo 33 de la Directiva 85/611 prevé que el folleto simplificado se ofrezca a los suscriptores, mientras que el artículo 18.1 de la Ley de IIC exige su entrega. Sin embargo, la práctica pone de manifiesto que no siempre se cumple con la obligación que impone la Ley de IIC. Vid. en este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, E., “El folleto simplificado como instrumento esencial de información para el inversor minorista. Deficiencias en su regulación actual y posibles reformas”, *NUE*, núm. 283, 2008, p. 28, y YÉLAMOS CASTRO, M.M., “Análisis de los fondos de inversión en España: la protección al partícipe como elemento esencial”, *Revista Española de Financiación y contabilidad*, abril-junio, 2007, p. 434, quienes apuntan que en la práctica bancaria española este hecho no es así y el folleto simplificado no suele entregarse *ex ante* a la firma de las órdenes para la suscripción de participaciones de un fondo de inversión.

(18) Artículo 30 de la Directiva 85/611, artículo 17.2, párrafo tercero, de la Ley de IIC y artículo 29.2 del Reglamento de IIC.

mente a la conclusión del contrato para que pueda adoptar la mejor decisión posible respecto a su inversión⁽¹⁹⁾.

Además, el folleto simplificado pretende ser una herramienta que permita al inversor comparar productos similares coadyuvando, de esta manera, al buen funcionamiento del mercado único de fondos de inversión y facilitando la comercialización transfronteriza de fondos y la libre competencia entre empresas comercializadoras. Siendo así, parece incuestionable la necesidad de contar con un formato estandarizado del folleto simplificado en el que aparezca la información antes señalada⁽²⁰⁾.

Sin embargo, la Directiva 85/611 no estableció un criterio de armonización máxima respecto al contenido y forma del folleto por lo que algunos Estados, en uso de la discreción que esta norma les otorga, han adoptado normas que superan o van más allá de los requisitos impuestos por la normativa comunitaria. El resultado ha sido evidente: la elaboración de folletos simplificados que difieren considerablemente de un Estado a otro. Además, contrariamente a su denominación, en algunas ocasiones estos folletos no son nada simples y contienen tanta información que se hace difícil distinguirlos del folleto completo. Por ejemplo, en relación a su contenido, tienden a ser excesivamente complejos y difícilmente entendibles para el inversor y, por lo que se refiere a la forma, carecen de un formato estandarizado uniforme que facilite a los inversores la comparación con otros productos de la misma categoría y contribuyan a hacer más transparente el producto⁽²¹⁾.

En su momento, la Comisión Europea, con la adopción de la Recomendación 2004/384 relativa a determinados contenidos del folleto simplificado⁽²²⁾, pretendió clarificar esta materia, pero la experiencia ha demostrado que tampoco ha contribuido a mejorar las deficiencias apuntadas debido a la diferente incorporación de su contenido en las distintas legislaciones nacionales.

Así pues, el hecho de que el folleto simplificado no esté cumpliendo con los objetivos que tiene asignados representa una ineficiencia que repercute de manera negativa en el buen funcionamiento del mercado único de fondos de inversión y no

(19) El folleto simplificado viene regulado en los artículos 17 y 18 de la Ley de IIC y en los artículos 21 y 23 del Reglamento de IIC.

(20) Esta circunstancia ya fue señalada en el Informe Segré de 1966, "Le développement d'un marché européen des capitaux. Rapport d'un Groupe d'Experts constitué par la Commission de la CEE", Bruselas, 1966.

(21) En nuestro país, como pone de manifiesto HERNÁNDEZ SAINZ, E., "El folleto simplificado...", loc. cit., p. 20, las diferencias entre el folleto completo y el folleto simplificado son escasas, siendo este último excesivamente largo. En el mismo sentido, vid. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., *Contratos internacionales electrónicos...*, op. cit., pp. 269-270; y YÉLAMOS CASTRO, M.M., ORTIZ MARTÍNEZ, E. y GARCÍA CLAVEL, J.J., "Folletos simplificados de fondos de inversión: Una propuesta que mejora la protección de los partícipes", *Análisis Financiero*, núm. 106, 2008, pp. 27-28.

(22) Recomendación 2004/384/CE de la Comisión, de 27 de abril de 2004, relativa a determinados contenidos del folleto simplificado contemplado en el esquema C del Anexo I de la Directiva 85/611/CEE (DOUE L 144, de 30-04-2004).

facilita la comercialización transfronteriza de este producto. Conseguir un folleto simplificado que reúna los requisitos antes indicados mejoraría la eficiencia del mercado de fondos de inversión en la Unión Europea. Para elaborar un folleto que cumpla con estos objetivos existen dos vías de actuación⁽²³⁾:

a) Regular en la Directiva un documento estandarizado, apostando por la armonización máxima. Con ello se conseguiría reducir los riesgos de legislaciones nacionales divergentes en esta materia. Al mismo tiempo, se facilitaría un documento más comprensible y de fácil comparación para los inversores con otros productos similares y para las tareas de gestión que desarrolla la industria, sin que la introducción de estas modificaciones implicase un gran coste en términos económicos.

Por el contrario, la armonización máxima implica mayor rigidez y menor flexibilidad para adaptarse a circunstancias concretas. Además, el modelo unificado de folleto tampoco representa la solución a todos los problemas ya que puede que no sea el más apropiado para determinado tipo de productos o estructuras. Por último, respecto a su puesta en marcha tampoco resulta tarea fácil, ya que en la actualidad coexisten distintos formatos y contenidos, lo que eleva los costes y reduce la transparencia y la fácil comparación entre productos para los inversores, por lo que no parece tarea fácil romper con esta dinámica.

b) Elaborar un nuevo documento partiendo de la información que realmente precisa el inversor para que pueda comparar productos y llevar a cabo su inversión. Con ello se conseguiría el equilibrio entre la información que precisa el inversor y la que le proporciona el fondo. Al mismo tiempo, permitiría una mayor flexibilidad y adecuación para cada tipo de inversor de la información que precisa en virtud del producto, estructura o canal de distribución utilizado, y clarificaría las obligaciones y responsabilidades de la sociedad gestora frente al inversor.

Frente a ello, tal vez se requiera un mayor ajuste de la industria con el consiguiente aumento de costes y se corra el riesgo de que este documento siga sin permitir una comparación completa entre productos similares. A pesar de ello, parece que esta sería la opción más adecuada para conseguir el objetivo que se persigue con el folleto simplificado.

2.2. Lentitud de los procedimientos aplicados para la comercialización transfronteriza de nuevos fondos de inversión

2.2.1. *Procedimiento de notificación y autorización de fondos de inversión en otros Estados*

Actualmente, los fondos de inversión han de obtener su autorización previa en el Estado de origen donde se encuentran domiciliados. Esta circunstancia implica un

(23) Vid. el documento de trabajo de la Comisión “Exposure Draft. Inicial orientations for discussion on possible adjustments to the UCITS Directive. Simplified prospectus-Investor disclosure regime”, en <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm>.

largo proceso de carácter administrativo. Además, la comercialización de participaciones de estos fondos en otro Estado miembro requiere la notificación del organismo de autorización del Estado de origen al de acogida. Este proceso, que varía considerablemente de un Estado a otro, resulta largo y complejo, pues los Estados no siempre respetan el plazo de dos meses previsto en la Directiva 85/611 para que pueda iniciarse la comercialización de un fondo de inversión en otro Estado miembro⁽²⁴⁾. En la práctica, este procedimiento de notificación se ha convertido en un nuevo proceso de autorización del fondo por parte de las autoridades del Estado de acogida.

Por otra parte, el control del fondo por parte de las autoridades del Estado de acogida no garantiza necesariamente una mayor protección del inversor. *A sensu contrario*, demora su comercialización en ese mercado al exigir el cumplimiento de requisitos adicionales como la modificación de ciertos elementos —nombre o denominación del fondo— o la información adicional que se debe facilitar.

A mayor abundamiento, el escaso uso de las nuevas tecnologías por parte de las autoridades nacionales de autorización, así como los elevados costes que genera la traducción de documentos, también inciden de manera negativa en el correcto funcionamiento de todo este proceso.

Como consecuencia de todo ello, la industria de los fondos de inversión no responde de una forma dinámica, rápida y eficaz frente a la demanda de los mercados y de otros productos competidores que aparecen en él. Se dificulta la entrada de fondos extranjeros en los mercados nacionales y, en definitiva, la menor competencia entre los productos de fondos de inversión repercute de forma negativa en los costes que acaban trasladándose a los inversores.

2.2.2. *¿Cómo pueden mejorarse estos procedimientos de notificación y autorización de fondos de inversión en otros Estados?*

Con el fin de enmendar estas ineficiencias, resultaba necesario introducir algunas modificaciones en el marco normativo que se viene aplicando a los fondos de inversión, tratando de reducir los plazos a los que antes me he referido. Entre los aspectos que pueden contribuir a la consecución de este objetivo hay que señalar: el uso más generalizado de las nuevas tecnologías —certificados electrónicos, intercambio de información a través de la red, información en la web...—, la simplificación de los folletos, la flexibilización de los requisitos de traducción de documentos o la simplificación de los procedimientos de notificación —armonizando los procedimientos y los documentos que se trasladan a la autoridad del Estado de acogida y mejorando las comunicaciones y la cooperación entre entidades reguladoras y supervisoras—, así como la realización del proceso de notificación *vis a vis* entre las autoridades reguladoras de cada Estado en lugar de efectuarse entre el fondo y la entidad reguladora del Estado de acogida, tal y como sucede actualmente.

Mejorar este procedimiento de notificación y autorización implica la reducción de los procesos de verificación y de los plazos de autorización a que están sometidos

(24) Vid. artículo 46 de la Directiva 85/611.

los fondos por parte de las autoridades del Estado miembro de acogida. Esta reducción de plazos podría alcanzarse de forma efectiva imponiendo el control del fondo por parte de las autoridades del Estado miembro de acogida con posterioridad a su autorización y comercialización. En su virtud se permitiría que el fondo así notificado pudiese comercializarse en el Estado de acogida siempre que cumplierse los requisitos que impone la Directiva, así como aquellos requisitos exigidos por la legislación del Estado miembro de acogida y que caen fuera del ámbito de aplicación de la Directiva, sin que las autoridades competentes de este Estado pudiesen someter a aprobación o procedimiento administrativo alguno el mencionado fondo.

En mi opinión, bastaría que las autoridades del Estado miembro de origen tuviesen constancia de que las autoridades del Estado miembro de acogida han recibido la notificación remitida, lo que contrasta con lo dispuesto en la Directiva 85/611, que exige el transcurso de dos meses para que se pueda iniciar la comercialización de participaciones en otro Estado miembro.

Ahora bien, aun cuando acortar los plazos beneficiaría, sin duda, la comercialización de fondos en terceros Estados, esta circunstancia no garantiza el cumplimiento de aquellos por parte de las autoridades nacionales, por lo que podría plantearse una situación similar a la actual: existencia de un plazo concreto (que efectivamente es demasiado largo) pero sin garantía de que sea cumplido por las autoridades de los Estados miembros de acogida en todos los casos de comercialización de fondos en dichos Estados.

Por otra parte, parece evidente que una *conditio sine qua non* para la implantación de esta reducción de plazos será que ésta no represente una merma en la protección del inversor, que ha de quedar garantizada tanto por el Estado miembro de origen —certificando que el fondo cumple con los requisitos que establece la Directiva en esta materia— cuanto por el Estado miembro de acogida —asegurándose de que las entidades comercializadoras del fondo cumplan con los principios de protección del inversor—, ni una dificultad añadida en la función de supervisión que tienen atribuidas las autoridades nacionales. Para ello, el Estado de acogida tendrá que disponer de los medios técnicos y humanos que le permitan afrontar esta reducción de plazos de una manera efectiva.

Reconocer la comercialización de un fondo sin haber comprobado previamente que cumple con las condiciones impuestas en la Directiva, al objeto de determinar que se trata de un producto armonizado, significa poner en práctica en toda su extensión el principio de reconocimiento mutuo reconocido por la normativa comunitaria. Aun así, no se eliminan los posibles problemas que pueden plantearse cuando, por ejemplo, el fondo que pretenda comercializarse en un tercer Estado no cumpla con los preceptos de la Directiva en el Estado miembro de origen y, pese a ello, las autoridades de ese Estado lo hayan aprobado. En estos casos, las autoridades del Estado miembro de acogida podrán impedir la comercialización de ese fondo en su territorio salvo que se adapte a las condiciones de la mencionada Directiva. Sin embargo, cuando el examen no lo realicen antes de su comercialización la responsabilidad recaerá en el propio fondo, a través de la entidad que comercializa sus participaciones, que debería asegurarse de que el producto cumple con todas las condiciones necesarias para ser conside-

rado un producto armonizado, y la repercusión negativa de este proceso acabaría soportándola el inversor en términos de una menor protección. Esto no tiene que ser así necesariamente, pero podría suceder en algunos casos.

Frente a estas posibles desventajas, los beneficios de poner en práctica este nuevo procedimiento simplificado de notificación resultan evidentes: menor plazo en la comercialización de fondos procedentes de otros Estados miembros, mayores posibilidades de elección para los inversores en su propio mercado y posible reducción de costes por la mayor competencia generada.

En resumen, este sistema de notificación y autorización de los fondos de inversión sería más beneficioso y adecuado, tanto desde el punto de vista de la protección del inversor cuanto desde la perspectiva de la industria, que no se vería obligada a asumir nuevas cargas. Además, beneficiaría la competencia entre los fondos y otros productos similares ⁽²⁵⁾.

2.3. Elevados costes que genera la traducción de documentos

Actualmente, en la comercialización transfronteriza de fondos de inversión se han de distribuir en el Estado de acogida los folletos —completo y simplificado— actualizados, los informes —anual y semestral—, así como el resto de la información que la Directiva determine —el reglamento del fondo si éste no fuese anejo al folleto completo— en la lengua oficial, o en una de las lenguas oficiales del Estado de acogida, o en una lengua aprobada por las autoridades competentes de dicho Estado miembro ⁽²⁶⁾.

Los elevados costes que este proceso de traducción de documentos genera representan una barrera para la comercialización transfronteriza de este producto. Por consiguiente, resulta necesario introducir alguna modificación en esta materia, ya sea limitando estas traducciones a los principales idiomas de la Unión Europea o modificando la obligación de traducción que actualmente impone la Directiva 85/611, acotándola únicamente al folleto simplificado y adoptando para el resto de documentos la traducción a uno de los principales idiomas de la Unión Europea o a un idioma imperante en la esfera financiera internacional, como puede ser el inglés ⁽²⁷⁾.

Por otra parte, esta solución no debería menoscabar la protección de los inversores, pues tratándose de inversores no profesionales es difícil exigirles el conocimiento de otra lengua para que puedan tener acceso a un documento técnico y a veces comple-

⁽²⁵⁾ Vid. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., *Contratos internacionales electrónicos...*, *op. cit.*, pp. 249-256.

⁽²⁶⁾ Vid. el artículo 47, en relación con los artículos 29 y 30, de la Directiva 85/611. En la legislación española, vid. el artículo 15.1 de la Ley de IIC.

⁽²⁷⁾ Vid. el documento de la Comisión Europea “Simplified Prospectus Workshops, Issues Paper”, 3-05-2006, p. 35, en <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/prospectus/summary_1st_workshop_en.pdf>.

jo, como son los folletos y los informes de los fondos. Hacerlo así, en lugar de corregir esta ineficiencia, podría suponer una nueva barrera a la comercialización transfronteriza porque se estarían trasladando los costes de traducción a los inversores, que probablemente no accederían a contratar un producto del que no disponen de información en su idioma. Además, se trataría de una clara discriminación para los inversores que no dominen el idioma en el que se facilita la mencionada información.

Por lo tanto, en aras a establecer una solución satisfactoria considero que habrá que distinguir entre aquellos inversores institucionales y profesionales que son capaces de desenvolverse en uno de los idiomas imperantes en la esfera financiera internacional, para los que podría aplicarse el “English only”⁽²⁸⁾, y el resto de inversores particulares que, actuando en calidad de consumidores, precisan que la información no solo sea clara y detallada sino que además se les facilite en un idioma comprensible para ellos. Esto implica seguir manteniendo los costes afectos a la traducción de documentos, si bien una simplificación de los folletos podría generar una reducción de estos.

2.4. Ausencia de un sistema unificado de fusión de fondos transfronterizos

2.4.1 *Situación actual*

En el mercado de la Unión Europea existe una gran proliferación de fondos que se caracterizan por su reducido tamaño. A modo de ejemplo, baste señalar que el patrimonio invertido en los fondos de inversión comercializados en la Unión Europea representa dos tercios del patrimonio global de los fondos en Estados Unidos. Sin embargo, si nos referimos al número de fondos, el existente en la Unión Europea es cuatro veces superior al del mercado americano. Este hecho evidencia el reducido tamaño de los fondos en la Unión Europea, lo que implica que los costes soportados por los inversores son mayores cuanto menor es el fondo, ya que no pueden aprovechar las economías de escala. Así, por término medio los fondos de inversión en la Unión Europea son cinco veces más pequeños que sus homólogos en Estados Unidos⁽²⁹⁾.

En mi opinión, esta situación podría mejorarse con una política que favoreciese las fusiones de fondos transfronterizos. Empero, en un mercado como el de la Unión Europea, caracterizado por la proliferación y el reducido tamaño de los fondos, otra de las ineficiencias que presenta este sector es la ausencia de un sistema unificado de

⁽²⁸⁾ Vid., en este sentido, el sistema que establece la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DOUE L 345, de 31-12-2003) (en adelante, la Directiva sobre el folleto), en su artículo 19, para las traducciones de documentos, sin perder de vista que va dirigido a inversores profesionales, contrariamente a lo que sucede con la Directiva 85/611, que se dirige fundamentalmente a inversores particulares.

⁽²⁹⁾ Vid. el *Libro verde sobre la mejora del marco...*, doc. cit., COM (2005) 314 final, p. 3.

fusión de fondos transfronterizos. La Directiva 85/611 guarda silencio al respecto y, si bien no prohíbe las fusiones transfronterizas, tampoco establece ningún sistema para eliminar los obstáculos que pueden plantear las diversas legislaciones nacionales a la hora de llevar a cabo estos procesos. De este modo, las fusiones de fondos transfronterizos se regulan por la normativa nacional del Estado en el que se encuentran establecidos. Este hecho supone la aplicación de diferentes normas por parte de las autoridades nacionales competentes en cada país y la ausencia de seguridad jurídica por cuanto no existe un marco jurídico uniforme para llevar a cabo estos procesos que, aun cuando afecten a fondos situados en el mismo Estado miembro, pueden tener un efecto transfronterizo cuando afecten a inversores domiciliados en otros Estados miembros⁽³⁰⁾.

Tampoco puede aplicarse en estos supuestos la Directiva 2005/56 relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital⁽³¹⁾, pues esta excluye expresamente de su regulación "... a las fusiones transfronterizas en las que participe una sociedad cuyo objeto sea la inversión colectiva de capitales obtenidos del público..."⁽³²⁾.

Pues bien, la adopción de un marco legislativo que regule las fusiones transfronterizas de los fondos de inversión permitirá a los inversores beneficiarse de las economías de escala, mejorar sus posibilidades a la hora de seleccionar fondos de inversión integrados en estructuras de mayor estabilidad y acceder a productos comercializados en distintos Estados miembros a través de un único canal.

2.4.2. *Posibles propuestas para mejorar la fusión transfronteriza de fondos de inversión*

Para fomentar la fusión de fondos en un contexto transfronterizo y, de manera especial, de aquellos que tengan políticas de inversión similares, es preciso regular determinados aspectos relacionados con la actividad de las autoridades competentes que intervienen en el proceso de autorización de las fusiones de fondos transfronterizos y delimitar las actuaciones y responsabilidades de cada una de ellas. Este objetivo podría alcanzarse mediante la puesta en práctica de alguno de los siguientes sistemas:

⁽³⁰⁾ El artículo 26 de la Ley de IIC y el 34 del Reglamento de IIC regulan la fusión entre fondos domiciliados en territorio español, no mencionando la fusión entre fondos domiciliados en diferentes Estados. En la doctrina española, LARGO GIL, R., "Las fusiones transfronterizas de los fondos de inversión", *NUE*, núm., 283, 2008, pp. 35 y 37, considera que en estos casos, debido a la particular caracterización de los fondos de inversión, cabe invocar, por analogía, el artículo 9.11, párrafo segundo del Código Civil, que establece: "En la fusión de sociedades de distinta nacionalidad se tendrán en cuenta las respectivas leyes personales".

⁽³¹⁾ Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de octubre de 2005 (DOUE L 310, de 25-11-2005).

⁽³²⁾ Vid. artículo 3.3 de la Directiva 2005/56. Por su parte, LARGO GIL, R., "Las fusiones transfronterizas...", loc. cit. p. 36, sostiene que en la Directiva 2005/56 se ha consagrado un criterio susceptible de generalización a todo supuesto de fusión transfronteriza, por lo que propone tomar esta como referente para aplicar a las fusiones transfronterizas de fondos de inversión.

- a) Que la autoridad de supervisión que intervenga sea la del Estado miembro de origen del fondo absorbido.

En estos casos, esta autoridad sería la encargada de velar por el cumplimiento del marco jurídico aplicable en materia de fusiones y, al mismo tiempo, de garantizar los intereses de los inversores. De esta manera, se reducirían los costes y los plazos —pues se trata de preparar un sólo expediente— y, al mismo tiempo, se simplificaría el procedimiento, ya que bastaría con el expediente abierto por las autoridades del Estado miembro donde se sitúa el fondo objeto de fusión. Esta autorización, en virtud del principio del reconocimiento mutuo, sería reconocida por las autoridades del Estado miembro donde se sitúa el fondo absorbente, lo que también representa un beneficio adicional para la industria y las autoridades de supervisión. Ésta podría ser una medida acertada para potenciar el proceso de fusiones de fondos transfronterizos, reduciendo la confusión que genera la existencia de un gran número de fondos de similar categoría, aumentando la competencia entre fondos, generando una reducción de costes y facilitando la elección a los inversores.

Por el contrario, no puede descartarse un posible rechazo por parte del regulador del Estado miembro donde se encuentre el fondo absorbente hacia esta decisión por no haber participado en ella, así como algún posible efecto adverso en el ámbito de la protección del inversor si no se toman todas las medidas oportunas por parte de la autoridad del Estado miembro del fondo absorbido.

- b) Que, mediante una decisión común, intervengan las autoridades de supervisión del Estado miembro de origen del fondo absorbido y del Estado miembro de origen del fondo absorbente.

Precisamente, las deficiencias que se planteaban en el apartado anterior podrían verse superadas si participasen ambas instancias, a través de una única decisión común, en el examen y autorización de la fusión del fondo. Además, la intervención de ambas entidades supervisoras podría garantizar una mayor protección del inversor.

Sin embargo, este procedimiento podría implicar un plazo más largo que el indicado en el apartado anterior, ya que se requiere el trabajo conjunto de ambas autoridades, lo cual no siempre resultará fácil. Por otra parte, la intervención de dos autoridades supervisoras podría incrementar los costes y recursos necesarios para llevar a cabo el proceso, por cuanto se duplica el trabajo tanto para la industria como para las autoridades supervisoras.

- c) Que, mediante dos decisiones individuales, intervengan las autoridades de supervisión del Estado miembro de origen del fondo absorbido y del Estado miembro de origen del fondo absorbente.

En estos casos se adoptaría una decisión individual por cada una de las autoridades implicadas en la fusión. Ello no supone que tengan que alargarse necesariamente los plazos, ya que podría concederse un plazo común a cada una de ellas a partir de una misma fecha. Este proceso implicaría la total libertad de cada una de las autoridades

para gestionar el procedimiento y adoptar la decisión que estimen conveniente. Por otra parte, al igual que sucedía en el planteamiento anterior, la intervención de dos entidades reguladoras contribuiría a una mejora en la protección del inversor.

Sin embargo, también parece evidente que la intervención de dos autoridades representa un aumento de costes y de recursos, tanto por parte de la industria —que se enfrentaría a dos expedientes— como por parte de las autoridades de supervisión. Por último, este proceso podría dar lugar a decisiones divergentes sobre una misma materia que complicarían la decisión final, precisando entonces mayores plazos y una estrecha cooperación entre las dos autoridades intervinientes para alcanzar una decisión común. Concluyendo, no parece el escenario más apropiado con el fin de ahorrar esfuerzos y conseguir economías de escala.

Considerando el ahorro de costes, la simplificación de las relaciones con un solo regulador y la protección de los derechos del inversor podría concluirse que la primera de las opciones planteadas es la más adecuada, si bien para ello sería preciso el cumplimiento de una serie de condiciones que garantizaran el éxito de estos procesos. A saber, que los fondos que intervienen —fusionado y absorbente— tengan similares políticas de inversión; que utilicen los mismos métodos de evaluación; que el proceso de fusión sea evaluado por un auditor independiente; que se facilite toda la información sobre este proceso a los inversores; y que se les garantice que no va a devaluarse el valor de sus participaciones por la disolución del fondo⁽³³⁾.

2.5. Inadmisión de las técnicas de *pooling* o reagrupamiento de activos

Otra de las ineficiencias detectadas en el mercado de fondos de inversión está relacionada con el *pooling* (mancomunación o puesta en común de los activos de varios fondos —que legalmente son independientes— con el fin de gestionarlos y administrarlos de forma simultánea y colectiva). Así, el *pooling* ofrece una herramienta para optimizar recursos y conseguir reducir los costes sin renunciar a mantener la diversidad de productos. Esta reducción de costes se plasma en el consiguiente beneficio tanto para el propio fondo, al ofrecer un producto más competitivo frente a sus competidores, como para los inversores, por las mejoras que introduce en la ejecución de las órdenes de suscripción y reembolso y el ahorro en los costes de transacción y custodia.

Pese a ello, la Directiva 85/611 no admite las técnicas de *pooling*, aun cuando el uso de esta técnica ya se viene utilizando desde hace varios años en fondos domiciliados en Luxemburgo y Dublín, por lo que se hacía necesario introducir modificaciones en ella al objeto de permitir esta técnica de puesta en común de activos y contribuir a la reducción de costes.

Esto podría hacerse mediante el uso de estructuras de fondo principal-fondo subordinado, *master-feeder*, permitiendo que los *feeder funds* mancomunen sus activos

⁽³³⁾ Vid. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., *Contratos internacionales electrónicos...*, op. cit., pp. 258-260.

únicamente en un sólo *master fund*. De esta forma, se garantizarían las economías de escala y una mejor aproximación a estas técnicas tanto por parte de la industria como por parte de los inversores y, al mismo tiempo, se facilitarían las tareas de supervisión que han de realizar el depositario y las autoridades de supervisión, aunque también puede generar posibles desventajas como la duplicidad de costes para los inversores o la menor flexibilidad para la gestora o promotor del *feeder fund* a la hora de adaptar su fondo a las preferencias de los inversores⁽³⁴⁾.

2.6. Ausencia de un pasaporte comunitario para las sociedades de gestión

2.6.1. *Importancia del pasaporte comunitario para las sociedades gestoras*

La Directiva 85/611 reconoce el pasaporte comunitario para las sociedades gestoras, de tal forma que éstas puedan desarrollar la gestión de su cartera en todo el territorio comunitario centralizando su actividad en el Estado en el que se encuentren domiciliadas. Esta actividad puede incluir la tanto la constitución como la gestión de fondos domiciliados en otros Estados miembros. Se facilita así la gestión y el control de las sociedades gestoras al tiempo que se benefician de las economías de escala.

Sin embargo, la práctica ha permitido constatar que las distintas legislaciones nacionales no aplican este principio, por lo que no resulta fácil encontrar fondos que sean gestionados por una sociedad gestora situada en otro Estado miembro. Al contrario, las legislaciones nacionales, en aras a garantizar el control del riesgo y la protección del inversor que, sin duda, puede ser más eficaz si la realiza una sola jurisdicción que si se reparte esta tarea entre autoridades supervisoras de dos o más Estados, imponen que las gestoras y el fondo se encuentren domiciliados en el mismo Estado miembro.

Además, la Directiva solamente prevé la posibilidad de que un fondo designe una sociedad gestora situada en otro Estado miembro, o que una gestora pueda establecer un fondo en otro Estado miembro, para los OICVM que revistan la forma estatutaria pero no para aquellos que revistan la forma contractual, a saber, los fondos de inversión, o de *unit trust*. De este modo, cuando la sociedad gestora autorizada en un Estado miembro desee gestionar un fondo de inversión constituido en otro Estado tendrá que recurrir a una delegación de gestión financiera a través de una sociedad de gestión que se encuentre sometida a la misma legislación que el fondo que pretende gestionar. Esta situación no contribuye a eliminar las barreras a la libre prestación de servicios transfronterizos.

Con el fin de eliminar esta ineficiencia resulta necesaria una reforma que permita que los fondos y las sociedades gestoras puedan fijar su domicilio en Estados miembros diferentes, de modo que éstas puedan gestionar fondos constituidos en otros Estados miembros sin que ello menoscabe la supervisión de la sociedad gestora por

⁽³⁴⁾ Vid. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., *Contratos internacionales electrónicos...*, op. cit., pp. 260-262.

parte del depositario situado en el país donde el fondo se encuentra domiciliado. Por otra parte, el hecho de que la supervisión de ambas entidades quede atribuida a organismos de distintos Estados no ha de suponer una disfunción o menoscabo en la protección del inversor, teniendo en cuenta la colaboración mutua a la que vienen obligadas las autoridades supervisoras de los distintos Estados miembros⁽³⁵⁾.

Resulta igualmente cuestionable la obligatoria domiciliación del fondo, sociedad gestora y depositario en el mismo Estado miembro, tal y como actualmente exige la Directiva 85/611, pues bastaría con reforzar la cooperación entre autoridades supervisoras para eliminar este requisito, que supone una limitación a la libre comercialización transfronteriza de fondos de inversión.

La instauración de un verdadero pasaporte comunitario para las sociedades gestoras puede regularse a través de una doble vía⁽³⁶⁾:

2.6.2. *Pasaporte comunitario completo*

La primera de ellas contemplaría lo que se denomina el pasaporte completo, de tal forma que la sociedad gestora —de fondos de carácter estatutario o contractual—, autorizada en un Estado puede desarrollar su actividad en el resto de los Estados miembros, ya sea estableciéndose en ellos a través de un segundo establecimiento o mediante el ejercicio de la libre prestación de servicios. Para ello se requiere diseñar un reparto de las tareas de supervisión entre las autoridades del Estado miembro de origen y el de acogida. De adoptarse este modelo los beneficios que se obtendrían por estas sociedades serían evidentes: ahorro de costes, especialización y mayor flexibilidad en la organización de su negocio.

Por el contrario, el reparto de tareas de supervisión entre autoridades de diferentes Estados podría plantear algunos inconvenientes —por ejemplo el aumento de costes— y también el depositario podría verse afectado negativamente en el cumplimiento de sus tareas y por un aumento de costes al tener que controlar una sociedad gestora establecida en un Estado diferente al suyo.

A su vez, desde la perspectiva del inversor no puede afirmarse que este escenario represente una mejora respecto a los niveles de protección que la ley le otorga, pero tampoco un retroceso. El hecho de que la sociedad gestora no se encuentre situada en el Estado en el que el inversor tiene su domicilio no debería plantear mayores problemas en aquellos casos en los que el inversor mantiene su relación con la entidad comercializadora a través de la cual ha contratado el fondo, entidad que normalmente se encontrará domiciliada o tendrá un establecimiento en el mismo país de residencia del inversor.

⁽³⁵⁾ Vid. artículo 50 de la Directiva 85/611.

⁽³⁶⁾ Vid. el documento de trabajo de la Comisión “Exposure Draft. Initial orientations for discussion on possible adjustments to the UCITS Directive. Management company passport”, en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/orientations/mcpexposure_en.pdf.

Por otra parte, respecto a las dificultades añadidas que pueda tener el depositario para controlar la gestión de la sociedad gestora, el hecho de que ambos órganos estén situados en diferentes Estados podría representar mayores costes para el depositario, pero esta circunstancia no debería influir negativamente en la protección del inversor⁽³⁷⁾.

Finalmente, el reparto de tareas entre autoridades supervisoras de distintos Estados tampoco ha de implicar necesariamente un detrimento en la protección del inversor, siempre que exista un adecuado reparto de tareas y la necesaria coordinación para llevarlas a cabo entre las distintas autoridades de supervisión⁽³⁸⁾.

2.6.3. *Pasaporte comunitario parcial*

La segunda vía de actuación se plantea a partir del reconocimiento de un pasaporte parcial en virtud del cual la sociedad gestora podría actuar desde el Estado en el que se encuentra domiciliada —sin necesidad de establecerse en el Estado miembro de acogida— al objeto de desarrollar únicamente en este último parte de sus funciones. La cuestión principal sería definir estas funciones. Este escenario podría atenuar algunas de las deficiencias puestas de manifiesto cuando se actúa a través del pasaporte completo, ya que favorece la reducción de costes de la sociedad gestora, reduce los problemas de supervisión y facilita las tareas de supervisión del depositario.

Sin embargo, los costes siguen siendo mayores que en el supuesto de actuar bajo el reconocimiento del pasaporte completo, la flexibilidad en la organización del negocio por parte de las sociedades gestoras se reduce y respecto a los fondos estatutarios se trataría de un retroceso, ya que en el momento actual gozan del pasaporte completo. Además, para que este sistema funcione se hace imprescindible delimitar las tareas de las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros —de origen y de acogida—, así como reforzar los mecanismos de cooperación entre ellas⁽³⁹⁾.

⁽³⁷⁾ Vid. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., *Contratos internacionales electrónicos...*, op. cit., pp. 263-264.

⁽³⁸⁾ Baste señalar, a modo de ejemplo, que este reparto de tareas entre autoridades supervisoras situadas en diferentes Estados miembros ya se encuentra recogido en la Directiva sobre el folleto, en su artículo 22; en 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 (refundición) (DOUE L 177, de 30-06-2006), en sus artículos 29 a 35; en la Directiva 2003/6, de 28 de enero de 2003, sobre las informaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (DOUE L 96, de 12-04-2003), en su artículo 16; y en la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (DOUE L 390, de 31-12-2004), en sus artículos 25 y 26.

⁽³⁹⁾ Vid. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., *Contratos internacionales electrónicos...*, op. cit., pp. 264-265.

2.7. Deficiente cooperación transfronteriza entre las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros

En el ámbito del mercado único europeo, el relevante papel que desempeñan las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros en relación a los fondos de inversión hace necesaria una estrecha cooperación entre ellas con el fin de minimizar las ineficiencias que presenta este sector y avanzar hacia una mayor integración del mercado de fondos de inversión, pues no siempre esta cooperación se produce en las mejores condiciones.

Esta situación pone en evidencia la necesidad de modificar la Directiva 85/611 para conseguir una mayor coordinación y efectividad en la supervisión entre las autoridades competentes de los diferentes Estados miembros. La mejora en la cooperación transfronteriza permitiría asegurar la equivalencia de los poderes atribuidos a las diferentes autoridades supervisoras, desarrollar los mecanismos ya existentes en materia de intercambio de información entre estas autoridades y, finalmente, introducir nuevos mecanismos que posibiliten la intervención de una autoridad de supervisión de un Estado en otro Estado miembro con el fin de participar en controles o investigaciones. Así, en el marco de las atribuciones conferidas a las autoridades de supervisión, estas podrían dirigirse a la autoridad de otro Estado miembro para solicitarle que lleve a cabo una verificación, que abra una investigación o que permita a las primeras realizar estos actos.

IV. EL NUEVO MARCO NORMATIVO APLICABLE A LOS FONDOS DE INVERSIÓN INTRODUCIDO POR LA DIRECTIVA 2009/65

1. Objetivos de la Directiva

La Directiva 2009/65, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)⁽⁴⁰⁾, modifica y actualiza el marco normativo que hasta ahora se ha venido aplicando, concreta en medidas legislativas las propuestas anunciadas en su día por el Libro Blanco, y moderniza el régimen aplicable a los OICVM, tratando de resolver las ineficiencias que presenta este mercado y contribuyendo a la consecución de un mercado más eficiente de fondos de inversión en la Unión Europea.

El objetivo que persigue la Directiva es doble; de una parte, mejorar el funcionamiento de las disposiciones de la actual Directiva 85/611 relativas a la comercialización transfronteriza de participaciones de OICVM y a las obligaciones que se imponen a estos productos en materia de información. Para ello, elabora un *corpus* legislativo que introduce modificaciones significativas en relación a las siguientes materias:

⁽⁴⁰⁾ Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 (DOUE L 302, de 17-11-2009), conocida como UCITS IV (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*).

- a) El folleto simplificado que vienen obligados a elaborar los OICVM.
- b) Los datos fundamentales que han de facilitarse al inversor para que pueda decidir sobre la inversión que se le propone.
- c) El procedimiento de notificación entre autoridades competentes de distintos Estados miembros para autorizar la comercialización de participaciones de un OICVM en otro Estado miembro.

De otra, implantar nuevas libertades acordes con el mercado único con el fin de mejorar la eficiencia e integración del mercado interior de los OICVM. Para ello, la Directiva incorpora un conjunto de disposiciones con el fin de facilitar:

- a) las fusiones de fondos transfronterizos y
- b) la puesta en común de activos⁽⁴¹⁾.

La Directiva 85/611, actualmente en vigor, quedará derogada a partir del día 1 de julio de 2011, fecha límite para que los Estados adopten y publiquen las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para incorporar en sus derechos nacionales las disposiciones de la Directiva 2009/65. Hasta ese momento, la Directiva 85/611, en su versión modificada, seguirá siendo de aplicación para regular el mercado de los OICVM y los fondos de inversión.

2. Novedades que introduce para conseguir una mayor integración en el mercado de fondos de inversión en la Unión Europea

2.1. Mejora en la información que debe proporcionarse a los inversores

2.1.1. Eliminación de la dualidad folleto completo-folleto simplificado

El primer elemento novedoso que incorpora la Directiva 2009/65 es la eliminación de la dualidad folleto completo-folleto simplificado actualmente existente. En su

⁽⁴¹⁾ En relación a las novedades introducidas por la Directiva 2009/65, vid. los siguientes trabajos: ANDERBERG, K. y BRESCIA, J.A., “UCITS IV: Reforms to the UCITS Directive adopted by the European Parliament”, *EuroMoney’s International Investment and Securitisation Review*, 2009, en <<http://www.dechert.com/library/UCITS%20IV%20-%202003-09.pdf>>; DURET, L. y CANTA, J., “Novedades introducidas por la nueva Directiva UCITS IV”, *Revista de derecho del mercado de valores*, núm. 5, 2009, pp. 437-445; FABER, N., “UCITS IV, la transformation de l’industrie européenne des fonds d’investissement”, en <http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_2009-UCITS4-july09>; JANIN, S., “La Directive OPCVM IV: une étape majeure pour la gestion d’actifs européenne”, en <http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=209&Itemid=82>; JASSERAND, C., “Révision de la Directive OPCVM: adoption de UCITS IV”, *Revue du marché commun et de l’Union Européenne*, núm. 528, 2009, pp. 312-319; LAMANDINI, M., “The Commission’s UCITS IV Proposal: Is it sufficient to create a true Single Market platform”, en <http://works.bepress.com/marco_lamandini/14>; PAGLIA, A., “UCITS IV, the beginning of a New era for European mutual funds?”, en <<http://www.klgates.com/newsstand/detail.aspx?publication=5959>>; PARKER, C., STRETCH, K. y PRICE, B., “The new UCITS IV Directive: Risks and opportunities”, en <http://www.paulhastings.com/assets/publications/1355.pdf?wt.mc_ID=1355.pdf>; PONCELET, C. y SCHNEIDER, O., “UCITS IV: Vers une mise en œuvre pratique”, en <http://www.lff.lu/fileadmin/redaction/documents/Newsletters/04_LFF_Newsletter_FR_NR4_2009_Dossier_I_UCITS_IV.pdf>.

lugar, incorpora la existencia de un solo documento denominado folleto⁽⁴²⁾ que la sociedad gestora habrá de publicar para cada uno de los fondos comunes de inversión que administre. La Directiva armoniza el contenido de este folleto indicando la información mínima y necesaria que ha de contener, de modo que permita al inversor entender y comprender tanto la inversión que se le propone como los riesgos inherentes que esta conlleva al objeto de tomar una decisión apropiada sobre ella. Para ello, la información que se facilite en el folleto ha de ser clara y fácilmente comprensible⁽⁴³⁾.

Este folleto se entregará a los inversores, siempre que así lo soliciten, de forma gratuita, ya sea en papel, en soporte duradero o a través de una página web. De esta forma, una segunda novedad que introduce la Directiva 2009/65 es la incorporación del uso de las nuevas tecnologías en el proceso de información a los inversores.

Formarán parte integrante del folleto el reglamento del fondo o los documentos constitutivos de la sociedad de inversión y, por ello, deberán ir anejos al folleto excepto en aquellos casos en los que se opte por informar al inversor de que los mencionados documentos se encuentran a su disposición y que podrá consultarlos o recibirlos previa solicitud. Además, el contenido del folleto tendrá que ser debidamente actualizado por el fondo cada vez que se produzca una modificación en la información que incorpora, y se notificará esta circunstancia a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo⁽⁴⁴⁾.

Con la incorporación de un solo folleto se simplifica el modelo actualmente existente en beneficio del inversor, pues éste incorpora la información necesaria para decidir sobre su inversión, eliminando la dualidad hasta ahora existente. En este sentido, la Directiva ha optado por la vía de la armonización máxima regulando el contenido mínimo que ha de contener el folleto, lo que permitirá reducir las disparidades entre las legislaciones nacionales y los distintos folletos que elaboren las sociedades gestoras de fondos de inversión.

2.1.2. *Elaboración de un documento que contenga los datos fundamentales para el inversor (Key Investor Information Document)*

En relación a los datos fundamentales que han de facilitarse a los inversores, la Directiva 2009/65 introduce nuevas normas que permiten establecer una clara distinción entre la información obligatoria —que incluye aquellos datos que se consideran fundamentales para que el inversor comprenda la naturaleza y los riesgos de la inversión que se le propone y pueda adoptar con fundamento una decisión al respecto—, y

(42) Vid. artículo 68 de la Directiva 2009/65.

(43) Ibidem, artículo 69, que remite, a su vez, al Anexo I, Esquema A de la Directiva.

(44) Ibidem, artículos 71 a 75.

las comunicaciones publicitarias —que pueden incluir cualquier otro tipo de información—⁽⁴⁵⁾.

Por la importancia que revisten estos datos para el inversor minorista, resulta fundamental la armonización normativa de esta información, de tal forma que no varíe de un Estado a otro, excepto por su traducción a la lengua en la que deba figurar en cada Estado. Además, esta información ha de presentarse de forma abreviada, en un documento redactado de forma clara, simple, con un orden lógico y con una longitud limitada. En definitiva, que sea fácilmente entendible por los inversores minoristas sin tener que recurrir a otros documentos. Siendo así, este documento permitirá a los inversores comparar los distintos fondos de inversión antes de adoptar una decisión. En la actualidad el folleto simplificado no siempre permite actuar con seguridad pues, como he señalado en el apartado III de este trabajo, resulta un documento más bien complejo.

Se sustituye, por tanto, la entrega del folleto simplificado que actualmente se viene utilizando por la entrega de un documento que incorpore los “datos fundamentales para el inversor”. A estos efectos, la Directiva considera fundamentales para el inversor los datos relativos a la identificación del fondo, la descripción sucinta de sus objetivos y su política de inversión, la presentación de los rendimientos históricos o escenarios de rentabilidad, los costes y gastos que lleva asociado el fondo y el perfil de riesgo y remuneración que presenta la inversión.

Los Estados miembros han de exigir a las sociedades de inversión que elaboren este documento respecto a todos los fondos de inversión que administren y tendrá que redactarse en una de las lenguas oficiales o admitidas por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida. Además, este documento indicará al inversor dónde y cómo puede obtener información adicional, por ejemplo el folleto y los informes anual y semestral. Estos datos fundamentales, que se facilitarán al inversor *ex ante* a la formalización del contrato, forman parte de la información precontractual que se entregará al inversor de forma gratuita y con antelación suficiente⁽⁴⁶⁾. La entrega se efectuará en papel, previa solicitud del inversor, o en soporte duradero o a través de una web —a elección de la sociedad de inversión—, cuando el inversor no la haya solicitado en papel⁽⁴⁷⁾.

Finalmente, resulta importante destacar que la información suministrada al inversor en este documento no podrá diferir de la información contenida en el folleto del fondo. Si así fuere, y estos datos resultasen engañosos, inexactos o incoherentes respecto a las correspondientes partes del folleto, la sociedad de inversión podría incurrir en responsabilidad civil⁽⁴⁸⁾. Se incorpora, de este modo, un régimen específico de responsabilidad civil derivado de las posibles inexactitudes u omisiones del folleto que

(45) Ibidem, artículo 78 en relación con el 94.1.b).

(46) Ibidem, artículo 80, apartados 1 y 3.

(47) Ibidem, artículo 81.1.

(48) Ibidem, artículo 79.

hasta ahora no contemplaba la normativa comunitaria sobre OICVM y fondos de inversión.

Pues bien, la elaboración de este documento que incorpora los datos fundamentales para el inversor viene a complementar al folleto y la información que éste contiene. Se trata, pues, de simplificar el contenido de los documentos que, finalmente, han de facilitar al inversor su toma de decisión.

Por otra parte, la incorporación de las nuevas tecnologías para suministrar a los inversores la información del folleto y del documento que contenga los datos fundamentales, ya sea a través de la web de la sociedad gestora o mediante un soporte duradero (por ejemplo, el correo electrónico), va a facilitar este proceso y aportará indudables ventajas tanto para la industria —permitiendo a la sociedad de inversión mayor rapidez y eficacia en el cumplimiento de su obligación de actualizar la información de este documento— cuanto para los inversores —que podrán acceder en cualquier momento de manera rápida y fiable a esta información debidamente actualizada—.

Curiosamente, el catálogo de “datos fundamentales para el inversor” que ha de incorporar este documento no coinciden con la denominada “información mínima y necesaria” a la que se refiere el folleto, si bien tanto una como la otra son consideradas indispensables para que el inversor pueda formarse un juicio detallado sobre la inversión que se le propone y, por este motivo, han de facilitarse al mismo *ex ante* a la conclusión del contrato. El cumplimiento de esta obligación de entrega, contrariamente a lo que ahora viene sucediendo con excesiva frecuencia, se antoja esencial para garantizar el objetivo perseguido por este documento: proporcionar una información objetiva al inversor. De no ser así, considero que sería de aplicación el régimen de medidas y sanciones establecidas por las legislaciones nacionales en relación al cumplimiento de la obligación de presentar datos fundamentales para el inversor que puedan ser entendidos por los inversores minoristas, pues no basta con elaborar el documento informativo sino que, además, habrá de asegurarse que éste ha llegado a conocimiento del inversor⁽⁴⁹⁾.

2.2. Introducción de un nuevo procedimiento simplificado de notificación para la comercialización transfronteriza de participaciones de fondos de inversión

La Directiva 2009/65 introduce un nuevo procedimiento simplificado de notificación para la comercialización de participaciones de fondos de inversión en terceros Estados. Las modificaciones que introduce ésta tienen como objetivo mantener como único requisito el procedimiento de notificación del Estado de origen —responsable de la autorización del fondo— al Estado de acogida. De este modo, la responsabilidad del cumplimiento por parte del fondo de las condiciones establecidas en la Directiva recae de forma exclusiva sobre el Estado de origen del fondo.

⁽⁴⁹⁾ Ibidem, artículo 99 en relación con el 78.5.

En este sentido, el Estado miembro de acogida reconocerá la verificación efectuada por el Estado miembro de origen, no pudiendo llevar a cabo un nuevo proceso de revisión, pues la Directiva impone como única condición para que un fondo pueda comercializar sus participaciones en el territorio de otro Estado miembro la previa notificación de las autoridades del Estado miembro de origen del fondo, descartando, a su vez, que los Estados miembros de acogida puedan imponer requisitos o procedimientos adicionales en el ámbito de aplicación de la Directiva⁽⁵⁰⁾. En definitiva, las autoridades del Estado miembro de acogida no podrán revisar o cuestionar la autorización ya concedida al fondo de inversión por el Estado miembro de origen.

Asimismo, la Directiva hace referencia de forma genérica y sin especificar —debido a la dificultad de crear un listado exhaustivo—, a todas aquellas materias que caen fuera del ámbito de aplicación de la Directiva y que han de ser cumplidas por el fondo que decida comercializar sus participaciones en otros Estados, de acuerdo con lo dispuesto en las legislaciones de los Estados de acogida y bajo su responsabilidad.

De conformidad con este principio de reconocimiento mutuo, serán las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo las obligadas a verificar la documentación presentada por el fondo cuando éste les notifique su intención de comercializar sus participaciones en un tercer Estado⁽⁵¹⁾.

El contenido de este escrito de notificación que ha de presentar el fondo tiene que estar armonizado, y en él se detallará la información sobre las disposiciones relativas a la comercialización de las participaciones del fondo en el Estado miembro de acogida. Junto a este escrito de notificación se acompañará el reglamento del fondo o los documentos constitutivos, su folleto, el último informe anual y el posible informe semestral sucesivo —traducidos a una de las lenguas oficiales o admitidas por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, o a una lengua de uso habitual en el ámbito financiero internacional—, así como los datos fundamentales para el inversor —traducidos a una de las lenguas oficiales o admitidas por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida—⁽⁵²⁾.

Así, con la introducción de este nuevo procedimiento se produce un avance sustancial en materia de plazos, pues la Directiva dispone que las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo remitirán a las autoridades competentes del Estado miembro en el que se pretenden comercializar sus participaciones la documentación necesaria, debidamente traducida, en el plazo máximo de diez días hábiles,

(50) *Ibidem*, artículo 91, apartados 1 y 2, en relación con el artículo 93.6.

(51) *Ibidem*, artículo 93, apartados 1 y 3.

(52) *Ibidem*, artículo 93, apartados 1 y 2. En relación a la traducción de los mencionados documentos, vid. artículo 94.1.b) y d) de la Directiva, por lo que respecta a los datos fundamentales para el inversor, en cuyo caso, al guardar silencio la Directiva, ha de entenderse que la elección de la lengua de traducción será determinada por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida; y el artículo 94.1.c) y d) de la Directiva por lo que se refiere a la traducción del resto de documentos, para los que se dispone que será el OCVM el que determine la elección de la lengua de traducción entre las que la Directiva permite.

a contar desde la fecha de recibo del escrito de notificación presentado por el fondo. Previamente, las autoridades competentes del Estado miembro del fondo habrán examinado la documentación presentada por el fondo, por lo que, una vez remitida la documentación en el plazo máximo de diez días antes señalado, se comunicará este extremo al fondo por parte de las autoridades competentes del Estado miembro de origen y, a partir de la fecha de esa notificación, el fondo tendrá acceso al mercado del Estado miembro de acogida⁽⁵³⁾.

Respecto al perfeccionamiento del proceso de notificación y traslado de documentos, la Directiva 2009/65 introduce otra novedad importante al establecer que este proceso se realizará *vis a vis* entre las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo y del Estado miembro de acogida en el que van a comercializarse sus participaciones, en lugar de efectuarse entre el fondo y la entidad reguladora del Estado de acogida, tal y como sucede actualmente⁽⁵⁴⁾. Esta notificación tendrá que realizarse en una lengua oficial de ambos Estados miembros o en una lengua de uso habitual en el ámbito financiero internacional⁽⁵⁵⁾.

Además, con el fin de mejorar el funcionamiento y gestión de este proceso, la Directiva 2009/65 incorpora el uso de las nuevas tecnologías y dispone que los Estados miembros han de garantizar que sus autoridades competentes acepten el envío y archivo electrónico de la documentación que el fondo presente para que sea autorizada su comercialización en otro Estado, y que las autoridades competentes del Estado miembro de acogida del fondo tengan acceso a la documentación del fondo por medios electrónicos⁽⁵⁶⁾. A mayor abundamiento, impone a los Estados miembros la obligación de velar por la existencia y el buen funcionamiento de medios electrónicos que permitan el acceso a la información sobre las disposiciones que, sin estar comprendidas en el ámbito de aplicación de la Directiva, afecten a la comercialización en su territorio de participaciones de fondos de inversión situados en otro Estado miembro⁽⁵⁷⁾.

Con todo ello se pretende mejorar la comunicación entre las autoridades competentes, coadyuvando así a la mejora del funcionamiento del procedimiento de notificación que hasta ahora se viene aplicando. Resulta evidente que el nuevo procedimiento establecido por la Directiva acorta sustancialmente los plazos al garantizar la compe-

(53) Ibidem, artículo 93, apartados 2 y 3, párrafo tercero.

(54) El artículo 46 de la Directiva 85/611 dispone: “Si un OICVM se propone comercializar sus participaciones en un Estado miembro distinto de aquél en que está situado, deberá informar de ello previamente a las autoridades competentes de este otro Estado miembro...”. Por el contrario, el artículo 93.1 de la Directiva 2009/65 establece: “Si un OICVM se propone comercializar sus participaciones en un Estado miembro distinto de su Estado miembro de origen, deberá remitir un escrito de notificación previamente a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen”, siendo éstas las que posteriormente se pondrán en comunicación con las autoridades del Estado miembro en el que se pretenda comercializar el fondo de inversión al objeto de llevar a cabo el proceso.

(55) Ibidem, artículo 93.4.

(56) Ibidem, artículo 93, apartados 5 y 7.

(57) Ibidem, artículo 91.3.

tencia exclusiva del Estado miembro de origen en el ámbito de aplicación regulado por la Directiva⁽⁵⁸⁾ y aplicar hasta sus últimas consecuencias el principio de reconocimiento mutuo.

2.3. Modificación de las disposiciones en materia de traducción de documentos

Como he señalado en el apartado III de este trabajo, en la actualidad los elevados costes que genera la traducción de documentos del fondo —folleto, informe y reglamento— representan un obstáculo para la comercialización transfronteriza de este producto. Consecuentemente, y con el objetivo de superar esta ineficiencia, la Directiva 2009/65 introduce algunas mejoras en este aspecto.

Para ello, la Directiva dispone de dos sistemas bien diferenciados atendiendo a los siguientes criterios:

a) Los datos fundamentales para el inversor se traducirán a la lengua oficial o una de las lenguas oficiales del Estado miembro de acogida del fondo, o a una lengua admitida por las autoridades competentes de dicho Estado miembro.

b) El resto de documentos que no contengan datos fundamentales para el inversor, entre los que se incluye el reglamento del fondo o los documentos constitutivos, el folleto y los informes —anual y semestral—, se traducirán, a elección del fondo, a una de las siguientes lenguas: la lengua oficial o una de las lenguas oficiales del Estado miembro de acogida, o una lengua admitida por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, o una lengua de uso habitual en el ámbito financiero internacional⁽⁵⁹⁾.

Resulta incuestionable que la Directiva deja en manos de las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, en el que se van a comercializar las participaciones del fondo autorizado en otro Estado miembro, la designación de la lengua en la que han de traducirse los datos fundamentales que van a suministrarse al inversor. Parece lógico que sea así, como también que el Estado de acogida designe una lengua que pueda ser entendida por sus ciudadanos, en este caso su lengua oficial o una de sus lenguas oficiales, si estas fuesen más de una.

Por el contrario, respecto al resto de documentos y la información que en ellos se contiene —que, si bien es importante, no puede recibir el calificativo de información fundamental—, la Directiva permite que sea el fondo, es decir, la sociedad gestora, la que designe la lengua en la que estos documentos estarán redactados. En este caso, la designación de una lengua de uso habitual en el ámbito financiero internacional como el inglés permitirá redactar estos documentos en ese único idioma (*English only*) sin tener que acudir a sucesivas traducciones dependiendo del país en el que el producto vaya a ser comercializado, con el ahorro de costes que esto representa.

(58) *Ibidem*, artículo 1, donde se delimita el ámbito de aplicación de la Directiva.

(59) *Ibidem*, artículo 94.

En conclusión, considero que la aplicación de estos criterios va a permitir una reducción de los costes de traducción sin menoscabar la protección dispensada al inversor, lo que sin duda redundará en beneficio de la comercialización transfronteriza de los fondos de inversión.

2.4. Nuevas normas que permitan mejorar las fusiones de fondos transfronterizos

La ausencia de una regulación específica que regule las fusiones de fondos transfronterizos es otra de las ineficiencias que plantea el mercado de fondos de inversión en la Unión Europea. Con el fin de cubrir esta laguna y contribuir a solucionar esta ineficiencia, la Directiva 2009/65 incorpora una sección dedicada a las fusiones de los OICVM, con el objeto de que los Estados permitan y reconozcan las fusiones transfronterizas entre todo tipo de fondos sin necesidad de introducir nuevas formas jurídicas de OICVM en su legislación nacional⁽⁶⁰⁾. Todo ello, sin perjuicio de la aplicación de las normas sobre el control de las concentraciones entre empresas reguladas por el Reglamento comunitario de concentraciones⁽⁶¹⁾.

Para alcanzar este objetivo, aplica el principio del control en el Estado de origen, atribuyendo la autorización previa de las operaciones de fusión a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo fusionado, a saber, la entidad que se extingue al transferir su patrimonio a otro fondo de inversión denominado el beneficiario. Con ello se pretende garantizar los intereses de los partícipes que van a cambiar de fondo mediante la asignación de participaciones del fondo beneficiario en lugar de las que poseían en el fondo fusionado. Idéntico tratamiento han de recibir los partícipes del fondo beneficiario, que van a ver incrementado el volumen del fondo y su número de partícipes, por lo que las autoridades competentes del Estado miembro de origen de éste también han de garantizar sus intereses.

Cuando los fondos fusionados vayan a ser más de dos, y estos tengan su domicilio en Estados miembros diferentes, la fusión tendrá que autorizarse por todas y cada una de las autoridades competentes de los Estados miembros implicados, para lo cual se requiere la colaboración entre ellas y el intercambio de toda la información que sea relevante para llevar a cabo el proceso de fusión.

Al iniciarse éste, el fondo fusionado está obligado a facilitar una serie de información a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen. Posteriormente,

⁽⁶⁰⁾ Ibidem, artículo 38.1. En relación a la fusión de fondos vid. el informe técnico del CESR (*Committee of European Securities Regulators*) a la Comisión Europea, "CESR's technical advice to the European Commission on level 2 measures relating to mergers of UCITS, master-feeder UCITS structures and cross-border notification of UCITS" (CESR/09-1186), diciembre de 2009, en <http://www.cesr.eu.org/data/document/09_1186_Final_advice_Part_III_UCITS_IV_for_publication.pdf>.

⁽⁶¹⁾ Reglamento (CE) núm. 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas ("Reglamento comunitario de concentraciones") (texto pertinente a efectos del EEE) (DOUE L 24, de 29-01-2004).

éstas trasladarán la información recibida a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo beneficiario. Consecuentemente, la información habrá de facilitarse en una lengua oficial en ambos Estados miembros o en una lengua admitida por sendas autoridades competentes.

Para que las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo fusionado autoricen la fusión, la Directiva impone ciertas condiciones: a) que la fusión cumpla todos los requisitos exigibles; b) que el fondo beneficiario haya recibido la pertinente notificación a efectos de la comercialización de sus participaciones en los Estados miembros en los que el fondo fusionado estaba autorizado; y c) que las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo fusionado y beneficiario consideren que la información que va a facilitarse a los partícipes es la adecuada. Siendo así, vendrán obligadas a comunicar esta autorización al fondo en el plazo de 20 días hábiles a partir de la presentación del expediente de fusión o, de otro modo, su no autorización, haciendo extensible esta información a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo beneficiario.

Por otra parte, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo fusionado y del fondo beneficiario trabajarán de manera coordinada desde el momento en que se inicie el proceso de fusión, y analizarán la incidencia de la fusión en los partícipes de ambos fondos, fusionado y beneficiario. Tras el intercambio de información entre ambas autoridades competentes que dará lugar al expediente de fusión, el fondo fusionado y el beneficiario elaborarán un proyecto común de fusión ⁽⁶²⁾.

De este modo, aun cuando el sistema previsto en la Directiva se basa en la autorización de la fusión por las autoridades del Estado miembro de origen del fondo fusionado y el reconocimiento de este proceso por parte de las autoridades del Estado miembro de origen del fondo beneficiario, la participación y cooperación entre ambas autoridades desde el inicio mismo del proceso va a facilitar y garantizar su buen resultado.

Respecto a las técnicas de fusión que podrán utilizarse, la Directiva reconoce tres de las más frecuentes en los Estados miembros: a) la transferencia del patrimonio de un OICVM a otro ya existente o a un compartimento de inversión de éste; b) la transferencia del patrimonio de dos o varios OICVM o compartimentos de OICVM a un OICVM constituido por ellos o a un compartimento de inversión de éste; y c) la transferencia de los activos netos por parte de uno o varios OICVM o compartimentos de inversión de OICVM a otro compartimento de inversión del mismo OICVM, a un

⁽⁶²⁾ Vid. artículos 39 y 40 de la Directiva 2009/65.

OICVM del que forman parte, a otro OICVM ya existente o a un compartimento de inversión de éste⁽⁶³⁾.

Además del control por parte de las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo fusionado y del fondo beneficiario, también se garantiza un control adicional de la fusión por parte de terceros implicados en ella. A saber, los depositarios y los propios partícipes de los fondos implicados en la fusión.

Por lo que se refiere a los depositarios del fondo fusionado y beneficiario, éstos vienen obligados a comprobar la conformidad de los siguientes elementos incluidos en el proyecto común de fusión elaborado por los fondos fusionados: la identificación del tipo de fusión y de los fondos involucrados, la fecha efectiva prevista para la fusión, y las normas aplicables a la transferencia de activos y el canje de participaciones⁽⁶⁴⁾.

Además de los depositarios, los partícipes de ambos fondos tienen el derecho de recibir la información sobre la fusión una vez que ésta haya sido autorizada por las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo fusionado, con el fin de que puedan ejercer sus derechos de recompra o reembolso de sus participaciones o su posible conversión en participaciones de otro fondo gestionado por la misma sociedad y con una política de inversión similar⁽⁶⁵⁾.

En cualquier caso, y con el fin de fomentar y garantizar la fusión de fondos, estas no han de implicar gastos adicionales para sus partícipes, ya sean de carácter administrativo o judicial⁽⁶⁶⁾.

Finalmente, conviene recordar que la fecha efectiva de la fusión vendrá determinada por la legislación del Estado miembro de origen del fondo beneficiario y, en cualquier caso, habrá de ser posterior a la aprobación de la fusión por los partícipes de ambos fondos⁽⁶⁷⁾.

La fusión así efectuada, una vez sea efectiva, no podrá declararse nula y tendrá como consecuencias la transmisión al fondo beneficiario de todos los activos y pasivos del fondo fusionado, la conversión de los partícipes del fondo fusionado en partícipes del fondo beneficiario y la extinción del fondo fusionado en el momento de entrar en vigor la fusión⁽⁶⁸⁾. El resultado será que las transferencias de activos que resulten de la

(63) *Ibidem*, artículo 2.1, letra p). Cfr. LARGO GIL, R., “Las fusiones transfronterizas...”, loc. cit., pp. 36-37, que cuestiona la introducción de la tercera modalidad de fusión transfronteriza, el “scheme of amalgamation/arrangement”, al considerar que no goza de una situación armónica en los Estados de la UE, ya que la misma no se encuentra recogida en otros textos comunitarios que regulan las fusiones transfronterizas.

(64) *Ibidem*, artículo 41, en relación con el artículo 40.1.

(65) *Ibidem*, artículos 43 y 45.

(66) *Ibidem*, artículo 46.

(67) *Ibidem*, artículo 47.

(68) *Ibidem*, artículo 48.

aplicación de cualesquiera de las técnicas de fusión permitidas por la Directiva han de ser reconocidas por los Estados miembros.

2.5. Inclusión de nuevas normas sobre las estructuras de tipo principal-subordinado

Como he señalado anteriormente, la Directiva 85/611 no admite que las sociedades gestoras puedan establecer estructuras de fondo principal-fondo subordinado, por lo que se hacía necesario introducir normas que permitieran y reconocieran estas técnicas con el fin de explotar los beneficios que de ella se derivan. Eso es lo que hace la Directiva 2009/65 con la incorporación de nuevas normas en esta materia⁽⁶⁹⁾.

Con esta novedad se abren nuevas oportunidades de negocio al permitir a los gestores afrontar su política de inversión de manera más racional y eficaz. En este sentido, la Directiva prevé que un fondo subordinado⁽⁷⁰⁾ pueda invertir, como mínimo, el 85% de sus activos en participaciones otro fondo denominado principal⁽⁷¹⁾ o en uno de los compartimentos de inversión de éste. El resto, hasta el 15% de sus activos, podrá consistir en activos líquidos, accesorios, instrumentos financieros derivados o bienes muebles o inmuebles indispensables para el ejercicio directo de la actividad de la sociedad de inversión.

Las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo subordinado serán las encargadas de autorizar la política de inversión de este fondo en un determinado fondo principal. Para ello, el fondo subordinado viene obligado a presentar un expediente completo y facilitar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen la documentación completa sobre la política de inversión que va a llevar a cabo. A partir de ese momento, y dentro de los 15 días hábiles siguientes a la presentación del expediente completo, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo subordinado notificarán a éste si autorizan o no la inversión que proponía.

Cuando la estructura de tipo principal-subordinado tenga carácter transfronterizo, pues el fondo subordinado y el principal se encuentran establecidos en Estados miembros diferentes, el fondo subordinado estará obligado a incluir en la documentación

⁽⁶⁹⁾ Vid. “CESR’s technical advice to the European Commission on level 2 measures relating to mergers of UCITS, master-feeder UCITS structures and cross-border notification of UCITS” (CESR/09-1186), doc. cit., pp. 12 y ss.

⁽⁷⁰⁾ Por OICVM subordinado se entenderá “un OICVM o uno de sus compartimentos de inversión que haya sido autorizado a invertir, no obstante lo dispuesto en el artículo 1, apartado 2, letra a), los artículos 50, 52 y 55, y el artículo 56, apartado 2, letra c), como mínimo el 85% de sus activos en participaciones de otro OICVM o de uno de los compartimentos de inversión de éste (‘el OICVM principal’)”, vid. artículo 58.1 de la Directiva 2009/65.

⁽⁷¹⁾ Por OICVM principal se entenderá “un OICVM o uno de sus compartimentos de inversión, que: a) cuente entre sus partícipes al menos un OICVM subordinado; b) no sea un OICVM subordinado, y c) no posea participaciones en un OICVM subordinado”, vid. artículo 58.3 de la Directiva 2009/65.

presentada para que se autorice su inversión un certificado de las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo principal que acredite que ese fondo cumple las condiciones exigidas para poder actuar como tal; en definitiva, que no es un fondo subordinado y que no posee participaciones en otro fondo subordinado.

Con el fin de que el fondo subordinado pueda cumplir con sus obligaciones, la Directiva prevé que el fondo subordinado y el principal celebren un acuerdo jurídicamente vinculante. Igualmente, resulta preceptiva la celebración de un acuerdo de intercambio de información entre los depositarios del fondo principal y del fondo subordinado, para que puedan desempeñar correctamente sus funciones. Hasta tanto no entren en vigor los acuerdos antes descritos, el fondo subordinado no estará autorizado a invertir en participaciones del fondo principal⁽⁷²⁾.

Por lo que respecta a la información obligatoria y las comunicaciones publicitarias, el fondo subordinado está obligado a incluir en su folleto la misma información exigida para los folletos de los fondos de inversión y, además, cierta información específica relacionada con su inversión⁽⁷³⁾.

Por otra parte, el fondo subordinado que ya venga ejerciendo su actividad con un fondo principal distinto tendrá que facilitar a sus partícipes una declaración donde conste que las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo subordinado le autorizaron en su día a invertir en participaciones de ese fondo principal, los datos fundamentales para el inversor de ambos fondos, la fecha en la que el fondo subordinado vaya a iniciar su inversión en el principal y una declaración donde conste el derecho de los partícipes a solicitar la recompra o reembolso de sus participaciones, sin gastos añadidos, durante 30 días. El fondo subordinado estará obligado a traducir esta información a la lengua oficial, o una de las lenguas oficiales, o a una lengua admitida por las autoridades del Estado miembro de acogida del mencionado fondo⁽⁷⁴⁾.

(72) *Ibidem* en sus artículos 59, 60 y 61, en relación con el artículo 58.3.b).

(73) La información adicional a la que se refiere la Directiva es la siguiente: “a) una declaración en la que conste que el OICVM subordinado es un OICVM subordinado de un determinado OICVM principal y, como tal, invierte permanentemente como mínimo el 85% de sus activos en participaciones de ese OICVM principal; b) los objetivos y la política de inversión, incluidos el perfil de riesgo y la determinación de si el rendimiento del OICVM subordinado y el OICVM principal son idénticos, o en qué medida y por qué razones difieren, junto con una descripción de las inversiones realizadas de conformidad con el artículo 58, apartado 2; c) una breve descripción del OICVM principal, su organización, su objetivo y su política de inversión, así como el perfil de riesgo e indicación de dónde se puede obtener el folleto del OICVM principal; d) un resumen del acuerdo entre el OICVM subordinado y el OICVM principal o de las normas internas de ejercicio de la actividad a que se refiere el artículo 60, apartado 1; e) de qué modo pueden obtener los partícipes información adicional sobre el OICVM principal y el acuerdo entre el OICVM subordinado y el OICVM principal a que se refiere el artículo 60, apartado 1; f) una descripción de cualquier remuneración o reembolso de costes que deba satisfacer el OICVM subordinado en virtud de sus inversiones en participaciones del OICVM principal, y, asimismo, de los gastos agregados del OICVM subordinado y el OICVM principal, y g) una descripción de las repercusiones fiscales que las inversiones en el OICVM principal tengan para el OICVM subordinado”. Vid. artículo 63 de la Directiva.

(74) *Ibidem* artículo 64.

Finalmente, resulta imprescindible hacer referencia a la cooperación entre autoridades competentes cuando el fondo principal y el subordinado se encuentren en Estados miembros diferentes. En primer lugar, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo principal deben informar a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo subordinado de la identidad y de la inversión que estos últimos vayan a hacer en las participaciones de los primeros.

Igualmente, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del fondo principal tendrán que informar a sus correlativas de cualquier decisión, medida o incumplimiento de las normas aplicables a estas estructuras de inversión principal-subordinado cuando estas afecten al fondo principal, a su sociedad de gestión, a su depositario o a su auditor, de modo que esta información pueda ser trasladada al fondo subordinado a través de las autoridades competentes de su Estado miembro de origen⁽⁷⁵⁾.

2.6. Mejoras en el funcionamiento del pasaporte comunitario para las sociedades de gestión

La existencia de un pasaporte comunitario para las sociedades de gestión y su correcto funcionamiento representa un valor añadido para el desarrollo de la actividad de estos operadores, tanto en términos de eficiencia como de flexibilidad. Por este motivo, la Directiva 85/611 ya reconocía el pasaporte comunitario para las sociedades de gestión, permitiendo que puedan desarrollar su actividad en todo el territorio comunitario con independencia del Estado en el que se encuentren domiciliadas.

Empero, no basta con el reconocimiento del pasaporte comunitario sino que resulta necesario eliminar las trabas que hacen ineficaz el funcionamiento de éste. Para ello, la Directiva 2009/65 incorpora algunas novedades que tienen como objetivo hacer compatible el funcionamiento del pasaporte comunitario de las sociedades de gestión con la protección de los intereses de los inversores. Ello permitirá la plena puesta en marcha de este proceso y la posibilidad de que las sociedades gestoras domiciliadas en un Estado puedan gestionar fondos domiciliados en otro Estado miembro.

La primera novedad que cabe destacar es la adopción de medidas de aplicación con el fin de desarrollar los procedimientos y disposiciones relativos a la organización administrativa y contable de las sociedades de gestión con el fin de armonizar las normas prudenciales que los Estados miembros han de imponer a estos operadores. Lo mismo sucederá respecto a las estructuras y condiciones organizativas de las sociedades gestoras⁽⁷⁶⁾. Con la armonización de estas normas prudenciales que vienen obligadas a cumplir las sociedades de gestión se facilitará el reconocimiento mutuo por parte de los Estados miembros en los que vayan a desarrollar su actividad. Al mismo tiem-

⁽⁷⁵⁾ Ibidem artículos 65, 66 y 67.

⁽⁷⁶⁾ Estas medidas han de ser adoptadas por la Comisión, a más tardar el 1 de julio de 2010, según dispone el artículo 12, apartados 1 y 3, de la Directiva 2009/65.

po, la buena organización administrativa y contable que cada Estado miembro debe exigir a estas sociedades garantizará un sistema de protección uniforme del inversor en todo el territorio comunitario, con independencia del Estado en el que la sociedad gestora haya sido autorizada y desarrolle su actividad.

Un segundo aspecto que mejora el funcionamiento del pasaporte comunitario para las sociedades de gestión es el referido a las normas de conducta que han de cumplir estos operadores. En este sentido, la Directiva 2009/65 también prevé la adopción de medidas de aplicación que garanticen que las sociedades de gestión cumplen con las normas que impone el Estado de origen en el que han sido autorizadas. En particular, estableciendo criterios que permitan la actuación honesta de las sociedades de gestión, defendiendo los intereses del fondo, especificando los principios necesarios que garanticen el uso eficaz de los recursos de las sociedades de gestión y, finalmente, definiendo las medidas que pueden ser adoptadas por las sociedades de gestión con el fin de identificar, impedir y gestionar los posibles conflictos de intereses que puedan surgir e identificando qué conflictos de este tipo podrían perjudicar los intereses del fondo⁽⁷⁷⁾.

Dentro del ámbito de la protección del inversor, otro elemento importante que, sin duda, debe incidir en el buen funcionamiento del pasaporte comunitario de las sociedades de gestión es el relacionado con la gestión de las reclamaciones que puedan presentar los inversores de un fondo situado en un Estado miembro diferente al Estado miembro de origen de la sociedad que lo gestiona. Facilitar y tratar adecuadamente este tipo de reclamaciones resulta fundamental. Para ello la Directiva conmina a las sociedades de gestión para que establezcan los procedimientos necesarios que garanticen estas reclamaciones y, al mismo tiempo, eliminen las posibles barreras técnicas o restricciones para el ejercicio de este derecho por parte de los inversores, garantizando, además, que estas reclamaciones puedan presentarse en la lengua oficial o en una de las lenguas oficiales del Estado miembro del inversor.

Si bien la Directiva no especifica nada respecto a la elección de la lengua oficial, ha de entenderse que ésta será la elegida por el inversor, pudiendo coincidir o no con su lengua materna. Por otra parte, la designación de la lengua de reclamación que puede utilizar el inversor, a partir de la identificación de su Estado miembro, podría plantear algún problema cuando, por ejemplo, el inversor —nacional de un Estado miembro— se haya trasladado y fijado su domicilio en otro Estado miembro. Por ello, tal vez habría sido más conveniente incluir el criterio de la lengua materna del inversor en lugar de la lengua oficial del Estado miembro del inversor. Los posibles problemas que se deriven de esta interpretación podrían solventarse interpretando que cuando no coincida la lengua materna del inversor con la del Estado miembro en la que tenga fijado su domicilio podrá utilizar como lengua de reclamación su lengua materna, es decir la lengua oficial de su Estado de origen.

⁽⁷⁷⁾ Medidas que, igualmente, habrán de ser adoptadas por la Comisión a más tardar el 1 de julio de 2010, según dispone el artículo 14 de la Directiva 2009/65.

Por otra parte, también resulta destacable la referencia expresa que hace la Directiva a los sistemas extrajudiciales de resolución de controversias, que en estos procedimientos de reclamación entre la sociedad gestora situada en un Estado miembro y los inversores de un fondo situados en otro Estado miembro pueden resultar más cómodos, más ventajosos y menos costosos. Precisamente la referencia a la condición transfronteriza de estos litigios queda bien reflejada en esta norma cuando menciona expresamente la necesidad de que los Estados miembros garanticen que las disposiciones legales y reglamentarias no impidan la cooperación eficaz de los organismos que lleven a cabo las resoluciones extrajudiciales de litigios transfronterizos⁽⁷⁸⁾.

Como complemento a estos procedimientos de reclamación, la Directiva también impone a las sociedades de gestión el establecimiento de procedimientos adecuados que permitan poner a disposición del público en general, y de las autoridades competentes de su Estado miembro de origen, la información que precisen en cada momento⁽⁷⁹⁾.

Por lo que respecta al procedimiento de autorización de las sociedades de gestión que deseen desarrollar su actividad en un Estado miembro diferente de aquél en el que han sido autorizadas y tienen su domicilio social, hay que señalar que las autoridades del Estado miembro de origen están obligadas a certificar a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, en el que la sociedad de gestión desea desarrollar su actividad, que ésta ha sido debidamente autorizada en origen, especificando que cumple con las condiciones impuestas por la Directiva, así como el alcance y posibles restricciones de esa autorización, además de notificar cualquier modificación que a lo largo del desarrollo de su actividad pueda modificar las condiciones originales de autorización⁽⁸⁰⁾.

Cuando la sociedad gestora desarrolle su actividad a través de una sucursal en el Estado miembro de acogida, será autorizada con arreglo a las normas de la Directiva en su Estado miembro de origen, pero vendrá obligada a respetar, igualmente, las normas del Estado miembro de acogida. Si, por el contrario, desarrolla su actividad mediante el ejercicio de la libre prestación de servicios vendrá obligada a respetar las normas establecidas por su Estado miembro de origen⁽⁸¹⁾. Con estos procesos de cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y acogida de la sociedad gestora se aplica el principio de reconocimiento mutuo y se garantiza el correcto funcionamiento del pasaporte único de las sociedades de gestión.

Concluyendo, las sociedades de gestión que deseen ejercer su actividad a escala transfronteriza, ya sea mediante el establecimiento de una sucursal o en el marco de la libre prestación de servicios, vendrán obligadas a cumplir las normas de su Estado miembro de origen respecto a la organización de la sociedad y la constitución y fun-

(78) Vid. artículo 100 de la Directiva.

(79) *Ibidem*, artículo 15.

(80) *Ibidem*, artículo 17, apartados 3 y 9.

(81) *Ibidem*, artículos 17.4 y 18.3, en relación con los artículos 14 y 19.

cionamiento del fondo, normas que están armonizadas en virtud de las disposiciones de la Directiva 2009/65⁽⁸²⁾.

A mayor abundamiento, cuando una sociedad gestora pretenda gestionar un fondo establecido en otro Estado miembro habrá de facilitar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen información detallada sobre el acuerdo con el depositario y las modalidades de delegación respecto a las funciones de gestión y administración de la inversión.

Cabe la posibilidad de que las autoridades del Estado miembro de origen del fondo rechacen esa solicitud, pero solo en los siguientes supuestos: cuando la sociedad de gestión no haya sido autorizada por parte de las autoridades competentes de su Estado miembro a gestionar el fondo que se propone; cuando la sociedad de gestión no respete sus normas de competencia; o cuando no haya facilitado la documentación antes mencionada⁽⁸³⁾.

2.7. Mayor cooperación entre las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros

El buen funcionamiento del mercado único de servicios financieros requiere una integración equivalente de sus mecanismos de supervisión. De ahí que no sea factible hablar de la integración del mercado de fondos de inversión en la Unión Europea sin contar con normas que faciliten la asistencia y cooperación mutua de sus autoridades de supervisión.

En este sentido, las autoridades nacionales competentes tienen atribuidas las facultades de supervisión e investigación necesarias para el ejercicio de sus funciones. El problema radica en las limitaciones con que estas autoridades se enfrentan, pues su jurisdicción acaba en sus fronteras y, por lo tanto, se encuentra delimitada, en lo que a su actividad se refiere, por el principio de territorialidad.

Por este motivo, con el fin de minimizar las ineficiencias que he expuesto en el presente trabajo, se hace necesaria una estrecha y coordinada cooperación entre las autoridades supervisoras nacionales que intervienen en el ámbito de los fondos de inversión. Precisamente, la Directiva 2009/65 insta a los Estados miembros a que adopten medidas administrativas y organizativas con el fin de facilitar la cooperación entre las autoridades competentes de diferentes Estados miembros. Ésta podrá conseguirse mediante la adopción de acuerdos bilaterales o multilaterales entre las mencionadas autoridades⁽⁸⁴⁾.

Para alcanzar un mayor grado de cooperación entre autoridades nacionales hay que potenciar la convergencia de las facultades que tienen asignadas, reforzar el inter-

(82) *Ibidem*, artículo 19.

(83) *Ibidem*, artículo 20.

(84) Vid. artículos 97 a 110 de la Directiva.

cambio de información y afianzar el deber de asistencia mutua y cooperación entre las partes.

Con el fin de asegurar la convergencia de facultades, la Directiva atribuye un elenco mínimo común de facultades a las autoridades competentes de los diferentes Estados miembros. Con ello se conseguirá una aplicación uniforme de la Directiva en todos los Estados miembros y, consecuentemente, una mayor eficacia en la supervisión de sus normas. Se trata de asignar competencias claras a las autoridades competentes con el fin de evitar solapamientos entre ellas.

El desarrollo de los mecanismos ya existentes en materia de intercambio de información entre las autoridades competentes es otro de los objetivos que persigue la Directiva, pues éste resulta esencial para garantizar un grado de cooperación satisfactorio entre ellas. No obstante, ha de garantizarse su carácter confidencial. Por ello, estos intercambios, si bien son necesarios, han de limitarse a los estrictamente necesarios⁽⁸⁵⁾.

Finalmente, la intervención de las autoridades de supervisión de un Estado en otro Estado miembro, con el fin de participar en controles o investigaciones, permitirá que exista una vigilancia mutua y que puedan resolverse situaciones en las que la autoridad nacional encargada de la supervisión no haya cumplido con las obligaciones que la Directiva le impone, sin perjuicio de la aplicación del principio de control en el Estado de origen.

V. CONSIDERACIONES FINALES

Con la adopción de la Directiva 2009/65 se modifica y actualiza el marco jurídico aplicable a los OICVM, en general, y a los fondos de inversión, en particular. Se pretende así resolver las ineficiencias que presenta este sector, y que se han puesto de manifiesto a lo largo de los últimos veinticinco años durante los que se ha venido aplicando la Directiva 85/611. Este hecho, sin duda, contribuirá a mejorar la comercialización transfronteriza de fondos de inversión y a alcanzar un mayor grado de integración de este sector en la Unión Europea.

La simplificación de los documentos del fondo, haciendo éstos más fáciles y comprensibles para los inversores, ha de generar ventajas competitivas para este sector. Lejos de mantener un folleto simplificado plagado de términos excesivamente técnicos y de una farragosa estructura difícilmente comprensible, el folleto que propone la Directiva ha de contribuir a generar confianza y seguridad entre los inversores.

Por otra parte, el correcto funcionamiento del mercado único exige la eliminación de barreras que impidan la libre prestación de servicios financieros. En este sentido, la comercialización transfronteriza de participaciones de fondos de inversión se va a ver favorecida por la introducción de un nuevo procedimiento simplificado de notifica-

(85) *Ibidem*, artículos 101.2 y 102.

ción, que se llevará a cabo entre las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y de acogida. Así, el Estado miembro de acogida reconocerá la verificación efectuada por el Estado miembro de origen, sin que pueda llevar a cabo un nuevo proceso de revisión. Si a ello añadimos que este nuevo procedimiento contribuirá a reducir los costes que genera la traducción de documentos en estos procesos transfronterizos, se puede augurar un futuro muy prometedor para la industria de los fondos de inversión.

Otro aspecto que va a verse favorecido con el nuevo marco jurídico que introduce la Directiva 2009/65 es el relativo a la fusión de fondos situados en distintos Estados miembros. Por primera vez se instauran unas normas, basadas en el principio de control en el Estado de origen, que van a aportar seguridad jurídica a estos procesos y a facilitar la constitución de fondos que, por su tamaño, puedan competir con fondos extranjeros.

En todo este artesonado, la función de las sociedades gestoras, como entidades encargadas de la gestión y administración del fondo, resulta fundamental. Estas entidades también se verán favorecidas con el nuevo marco normativo aplicable que eliminará las trabas que hasta ahora hacían ineficaz el funcionamiento del pasaporte comunitario para las sociedades de gestión, permitiendo que puedan gestionar fondos domiciliados en otro Estado miembro.

Finalmente, se favorece una mayor y más estrecha colaboración entre las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros, lo que permitirá una mayor coordinación y efectividad en la tarea que tienen encomendada. También este aspecto está llamado a mejorar la comercialización transfronteriza de las participaciones de fondos de inversión y contribuirá a alcanzar una mayor integración en el mercado de fondos de inversión en la Unión Europea.

LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES EN TIEMPOS DE CRISIS: NUEVOS HECHOS, NUEVO DERECHO. ESPECIAL REFERENCIA AL ANTEPROYECTO DE LEY DE ECONOMÍA SOSTENIBLE (*)

TOMÁS VÁZQUEZ LÉPINETTE

*Profesor titular de Derecho mercantil
Universidad de Valencia*

RESUMEN

El presente artículo tiene por objeto analizar la reforma legislativa en materia de retribución de los administradores de sociedades cotizadas y de entidades financieras prevista en el Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible. A tal efecto analizamos las causas de la reforma, los objetivos perseguidos por ella y los instrumentos utilizados para conseguir los objetivos propuestos. Finalmente, hacemos una valoración de dicha reforma.

Palabras clave: *Sociedades cotizadas; entidades financieras; retribución de administradores; crisis económica; Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible.*

ABSTRACT

We examine in this paper the legal reform of the directors' compensation in publicly traded companies as well as companies belonging to the financial sector introduced by the Sustainable Economy Bill. To this purpose, we analyze the causes of the bill, its aims, and the mechanism set in order to achieve the desired results. Finally, we make an assessment of this reform.

Key words: *Publicly traded companies; financial entities; directors' compensation; Sustainable Economy Bill.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA REGULACIÓN VIGENTE DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES COTIZADAS Y DE ENTIDADES FINANCIERAS.
 1. **La regulación de los administradores de sociedades cotizadas.**
 2. **La regulación de la remuneración de los administradores de las entidades financieras.**

(*) El presente trabajo se ha cerrado el 30 de marzo de 2010. A la fecha de cierre de este trabajo el Gobierno había aprobado ya el Proyecto de Ley de Economía Sostenible (Consejo de Ministros de 19 de marzo de 2010), pero no había sido todavía objeto de publicación por parte del Boletín Oficial de las Cortes.

Estando en fase de corrección de pruebas, se ha publicado el Proyecto de Ley de Economía Sostenible (BOCG de 9 de abril de 2010) que no presenta modificaciones (en la materia que nos incumbe) con el Anteproyecto de Ley.

- III. CRISIS FINANCIERA Y REFORMA DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES COTIZADAS Y DE ENTIDADES FINANCIERAS.
1. **Introducción.**
 2. **Sobre la retribución de los empleados de las entidades financieras.**
 3. **Sobre el aumento de transparencia de las sociedades cotizadas.**
- IV. LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES COTIZADAS: SITUACIÓN ACTUAL Y UTILIDAD DE LA REFORMA PREVISTA.
- V. CONCLUSIONES.
-

I. INTRODUCCIÓN

1. La retribución de los administradores constituye, en palabras de VICENT CHULIÁ, “[...] uno de los temas fundamentales del Gobierno Corporativo de las sociedades y uno de los conflictos de intereses de la sociedad que el legislador debe regular”⁽¹⁾. La presentación pública del Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible⁽²⁾, que dedica uno de sus preceptos a la retribución tanto de los administradores de las sociedades cotizadas como de entidades financieras, es una buena ocasión para reflexionar sobre algunos de los problemas que se plantean en este campo.

2. En particular, y por cuanto nos afecta, el Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible (en adelante, “ALES”) prevé añadir al art. 116 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores (en adelante, “LMV”) un apartado 7.^º, del siguiente tenor:

“7. Junto con el Informe Anual de Gobierno Corporativo, el Consejo de las sociedades anónimas cotizadas deberá difundir y someter a votación de la Junta General ordinaria de Accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos, que incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad 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 primeros ejecutivos. En el caso de las cajas de ahorros, estas obligaciones deberán cumplirse también en relación con los miembros de la Comisión de Control.

(1) VICENT CHULIÁ, Francisco, *Introducción al Derecho Mercantil*, 22.^ª ed., tomo I, Valencia, 2010, p. 590. En el mismo sentido, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, “La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2007, pp. 19 y ss., en concreto, p. 19.

(2) Puede consultarse el texto íntegro del Anteproyecto en <http://www.economiasostenible.gob.es/wp-content/uploads/2009/12/2_4_anteproyecto.pdf>.

El Ministro de Economía y Hacienda determinará el contenido y estructura del informe de 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 rendimientos elegidos para su diseño, así como el papel desempeñado por la Comisión de Retribuciones”.

Para reforzar la obligación de transparencia recién mencionada, el citado Anteproyecto contempla una norma adicional, la decimotercera, cuya dicción literal es la siguiente: “*Las letras a), b) y j) del artículo 100 [de la Ley 26/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, precepto incardinado dentro de la rúbrica ‘Infracciones y sanciones’] quedan redactadas de la siguiente forma y se añaden dos nuevas letras z quater) y z quinquies): [...]*

b) La falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo a que se refiere el artículo 116 de esta Ley, o la existencia en dicho informe de omisiones o datos falsos o engañosos; el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 113, 114 y 115 de esta Ley; y, el carecer las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de un Comité de Auditoría, en los términos establecidos en la disposición adicional decimotava de esta Ley”.

3. Por otro lado, la Disposición Final Undécima del ALES prevé modificar la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero dando una nueva redacción al apartado 1, letra b), del artículo 10 bis de la citada Ley. De este modo se habilita al Banco de España para “*Exigir a cada entidad de crédito que posea normas de gobierno que incluyan políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva”.*

4. Nuestro estudio se divide en tres partes. En la primera haremos un breve repaso de la regulación (entendida en el sentido más amplio) de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas, así como el de las entidades financieras vigente en la actualidad, un círculo parcialmente coincidente con el de las sociedades cotizadas⁽³⁾. Posteriormente, trataremos de los objetivos de la reforma propuesta y de cómo existe una discordancia entre los objetivos declarados de la reforma y los medios normativos utilizados para conseguir dicha finalidad (*sub 3*) y, finalmente, veremos cómo, a pesar de no conseguirse los objetivos declarados, la propuesta de reforma puede tener utilidad, solventando unos graves problemas planteados por la práctica (*sub 4*).

⁽³⁾ A efectos legales, son entidades financieras las siguientes: los Bancos (S.A.); los Establecimientos Financieros de Crédito (S.A.); las Entidades de Dinero Electrónico (S.A.), así como las Cajas de Ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros y las Cooperativas de Crédito.

II. LA REGULACIÓN VIGENTE DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES COTIZADAS Y DE ENTIDADES FINANCIERAS

1. La regulación de los administradores de sociedades cotizadas

5. Las sociedades cotizadas constituyen un subtipo de las sociedades anónimas, con características propias. Por tanto, antes de entrar a valorar la reforma propuesta, procede señalar el estado de la cuestión en materia de retribución de los administradores en nuestro Derecho (general) de sociedades de capital.

6. En síntesis, cabe señalar lo siguiente⁽⁴⁾:

1.^º) Existe una doble regulación contenida en los arts. 130 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (“LSA”) y 66 de la Ley 2/1995, de 24 de abril, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (“LSRL”) que regulan una misma materia con soluciones parcialmente distintas, planteando dudas en cuanto a la posibilidad de integración analógica de la primera de las normas citadas por la segunda.

2.^º) La competencia de la Junta para fijar la retribución de los administradores queda supeditada en Derecho español al principio “reserva estatutaria”⁽⁵⁾. Ello supone, por un lado, que es labor de la junta efectuar “[...] *la determinación estatutaria clara e inequívoca del específico sistema de retribución que podrá aplicarse, definido de modo preciso, completo y ajustado a los límites legales*”⁽⁶⁾. Por tanto, la sociedad no puede abonar cantidad alguna con cargo a partidas no previstas en los estatutos y, además, los estatutos no pueden delegar esta competencia en otras instancias de la organización. El paquete retributivo del administrador ha de quedar enteramente pre-determinado en la regulación estatutaria. Ahora bien, el principio de reserva estatutaria no supone que el legislador haya regulado con todo detalle el contenido de los posibles sistemas de retribución. Más bien todo lo contrario, existe una amplísima libertad estatutaria para definir los sistemas de remuneración de los administradores, pudiendo consistir la participación en beneficios o en el establecimiento de un plan de *stock options* (únicos sistemas legalmente previstos) o en otros, tales como una cantidad variable sobre ventas, facturación o cifra de negocios, dietas de asistencia, atención a gastos de representación, o atribución de pagos en especie (uso de vehículos de empre-

⁽⁴⁾ Seguimos la exposición de VICENT CHULIÁ, *Introducción...*, pp. 590 y ss.

⁽⁵⁾ Como explica PAZ-ARES, Cándido, “El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos”, *InDret*, 1/2008, pp. 4 y ss., en concreto, p. 7, el hecho de que “[...] *las retribuciones de los administradores estén previstas en los estatutos —la llamada ‘reserva estatutaria’— no es más que una fórmula especialmente garantista de poner estas decisiones en manos del órgano de los accionista.*”

⁽⁶⁾ Res. de la DGRN de 17 de febrero de 1992, caso *Graciliver, S.A.*

sa, pago de plan de pensiones, etc.)⁽⁷⁾. Por otro lado, por cuanto hace a la concreta determinación de los importes debidos, si los estatutos no cuantifican la retribución —o, al menos, no fijan un límite máximo— debe entenderse que corresponde a la junta general el establecimiento de los importes o límites oportunos. No existe un límite legal preestablecido a la cuantía de los sueldos de los administradores, pero es evidente que en su determinación habrá de respetarse en todo caso el interés social⁽⁸⁾.

3.º) La regulación de la retribución se completa con el establecimiento de una obligación de transparencia. Debe reflejarse en la memoria de las cuentas anuales el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase que hayan devengado los administradores en el curso del ejercicio, las obligaciones contraídas con ellos en materia de pensiones o seguros de vida, así como los anticipos o créditos que se les pudieran haber concedido [cf. las menciones 6.ª, letra a), y 9.ª del artículo 200 de la LSA] y, además, para las sociedades cotizadas, ha de hacerse mención a la retribución de los administradores (de forma agregada y no individualizada) en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (art. 116 de la LMV).

4.º) No se regula el supuesto de acumulación de las condiciones de administrador y de alto directivo con contrato laboral o con contrato de arrendamiento de servicios, con lo que se plantea el problema de si la retribución como alto directivo debe cumplir las exigencias de los arts. 130 de la LSA y 66 de la LSRL o si, por el contrario, basta con que se respeten las normas que regulan el conflicto de intereses administrador-sociedad en los contratos que el administrador celebra con ésta (art. 127 *ter*, 3 de la LSA: abstención del administrador en conflicto; art. 67 de la LSRL: acuerdo de Junta general) y sin perjuicio de que el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas informe de las cantidades totales percibidas.

(7) En este sentido, cf. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo para sociedades cotizadas, que exige que aparezca mencionada la remuneración de los administradores, precisando que *“A estos efectos, se entenderá en todo caso comprendidas dentro de la remuneración el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengadas en el curso del ejercicio por los miembros del órgano de administración, cualquiera que sea su causa, así como de las obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida respecto de los miembros antiguos y actuales del órgano de administración”*.

(8) Cf. caso *Huerta Honda*, STS de 17 de mayo de 1979: el Tribunal Supremo anuló un acuerdo por el que se fijaba la retribución del Presidente del Consejo de Administración para el ejercicio 1977 en 1.430.000 ptas., cuando los beneficios de 1976 solo habían ascendido a 863.450 ptas., argumentando que *“la situación de la empresa no permite la retribución que en el acuerdo objeto de impugnación se fija para dicho Presidente, ya que absorbería todas las ganancias en detrimento de los demás accionistas”*. En el mismo sentido, pero desde la perspectiva contraria, *vid.* el caso *Intraplás*, STS de 29 de enero de 1974: el Tribunal Supremo desestimó la demanda de anulación de un acuerdo social por el que añadía un nuevo párrafo a los estatutos fijando como retribución de los administradores la cantidad mensual de 40.000 ptas., señalando que no se puede anular una retribución a los administradores con el argumento de que *“se empobrece el haber repartible de la sociedad”* pues toda retribución produce ese efecto, es necesario que *“[...] se cause lesión, en beneficio de uno o varios socios, a los intereses sociales”*.

5.⁹⁾ El principio de prevalencia del Derecho mercantil sobre el Derecho fiscal establecido en el art. 10.3 del TR de la LIS determina que las retribuciones que incumplen el art. 130 de la LSA (o 66 de la LSRL) son nulas y no constituyen gastos deducibles.

7. Junto con estas normas de Derecho legislado, interesa destacar la existencia de un amplio *corpus* de recomendaciones y códigos de conducta en materia de retribuciones, dirigidos a las sociedades cotizadas. La Recomendación de la Comisión Europea de 14 de diciembre de 2004 sobre promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas cotizadas⁽⁹⁾ fomenta la adopción de medidas concretas en esta materia. De acuerdo con dicha Recomendación, toda sociedad cotizada debe publicar una declaración sobre las remuneraciones, en informe independiente o en las cuentas anuales e informe de gestión, y en la página *web* (componentes, criterios de evaluación de resultados para efectuarlas, etc.), que deberán ser aprobadas por la Junta general, prestando atención la Recomendación a la participación en beneficios o primas, y a la concesión de préstamos, anticipos y garantías, y a los sistemas de remuneración en acciones, opciones sobre acciones, o en función de la cotización de estas, con aprobación de la Junta general. El Código Unificado de Buen Gobierno de 22 de mayo de 2006 recoge esta recomendación para las sociedades cotizadas españolas, aunque pocas sociedades han incorporado la previsión de un acuerdo de Junta general y el desglose individual de las retribuciones. Desde el punto de vista jurídico, el Código Unificado de Buen Gobierno carece de fuerza vinculante, pero debe hacerse constar en Informe Anual de Gobierno Corporativo su observancia (o no), en virtud del principio “*comply or explain*” (art. 116.4 de la LMV).

2. La regulación de la remuneración de los administradores de las entidades financieras

8. Como tal, hasta la fecha y con carácter general, no existen reglas sobre la regulación de los administradores de las entidades financieras, distintas de las propias del tipo social correspondiente. Por tanto, los administradores de sociedades anónimas bancarias, de entidades financieras de crédito de entidades de dinero electrónico podrán ser remunerados mediante el sistema de retribución estatutariamente previsto, a saber, participación en beneficios, el establecimiento de un plan de “*stock options*” o cualesquiera otros tales como una cantidad variable sobre ventas, facturación o cifra de negocios, dietas de asistencia, atención a gastos de representación o atribución de pagos en especie (uso de vehículos de empresa, pago de plan de pensiones, etc.), en los

⁽⁹⁾ DOUE L 385, de 29 de diciembre de 2004.

mismos términos que los restantes administradores de sociedades anónimas⁽¹⁰⁾ ⁽¹¹⁾. Otro tanto ocurre respecto de los miembros del consejo rector de las cooperativas de crédito (cf. art. 40 de la Ley 27/1999, de 27 de julio, General de Cooperativas). Por el contrario, la remuneración de los consejeros de las Cajas de Ahorro, está legalmente limitada al pago de dietas por asistencia y desplazamiento (cf. art. 25 de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre los órganos rectores de las cajas de ahorros —LORCA—, que dispone lo siguiente: “*En el ejercicio de las funciones de los miembros de los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros, con excepción del Presidente del Consejo de administración, no se podrán originar percepciones distintas de las dietas por asistencia y desplazamiento*”).

III. CRISIS FINANCIERA Y REFORMA DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES COTIZADAS Y DE ENTIDADES FINANCIERAS

1. Introducción

9. Pues bien, a pesar de que, como hemos visto, la regulación española relativa a la retribución de los administradores es manifiestamente mejorable, en la actualidad la existencia de una gravísima crisis financiera (y ahora económica) es la que ha impulsado al legislador a volver a tratar esta cuestión⁽¹²⁾.

⁽¹⁰⁾ En este sentido, cf. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo para sociedades cotizadas, que exige que aparezca mencionada la remuneración de los administradores, precisando que “*A estos efectos, se entenderá en todo caso comprendidas dentro de la remuneración el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengadas en el curso del ejercicio por los miembros del órgano de administración, cualquiera que sea su causa, así como de las obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida respecto de los miembros antiguos y actuales del órgano de administración*”.

⁽¹¹⁾ Existe una importante polémica doctrinal sobre el carácter retributivo o no de las primas de responsabilidad civil de los administradores (pólizas “D&O”) pagadas por la sociedad. A favor se pronuncian, entre otros, SÁNCHEZ CALERO, *Administradores...*, p. 41, VICENT CHULIÁ, *Introducción...*, p. 444; RONCERO SÁNCHEZ, Antonio, “El seguro de responsabilidad civil de los administradores de una sociedad anónima”, *InDret*, abril de 2004, p. 12. En contra, CALBACHO LOSADA, Fernando, *El ejercicio de acciones de responsabilidad civil contra los administradores*, Valencia, 1999, pp. 569-570, y CAMPINS VARGAS, Aurora, “Seguro de responsabilidad civil de administradores y altos cargos”, *Revista de Derecho Mercantil*, julio-septiembre de 2003, pp. 1011-1013. Estos autores basan el carácter no retributivo del pago de las primas en dos argumentos: el carácter genérico de la póliza, que no cubre un administrador concreto, y su carácter fiscal pues el art. 46.1.e) del Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido del IRPF excluye expresamente el pago de las primas de los seguros de responsabilidad civil por parte del empleador entre los rendimientos en especie. No parecen argumentos muy convincentes, habida cuenta que el pago de las primas sirve para proteger directamente el patrimonio del administrador de la responsabilidad en que éste hubiera podido incurrir en el ejercicio de su cargo y sólo con carácter reflejo a la sociedad tomadora.

⁽¹²⁾ Los autores señalan que la única solución a la crisis es, en expresión de ATTALI, Jacques, *La crise et après?*, París, 2008, p. 162, “*reequilibrar el mercado por el Estado de Derecho*” o, en palabras de CAZORLA PRIETO, Luis María, *Crisis económica y transformación del Estado*, Madrid, 2009, p. 84, pasar del capitalismo financiero al “*capitalismo regulado y supervisado*”.

10. En esta línea, la Memoria de Impacto Normativo del Anteproyecto de Ley⁽¹³⁾ señala lo siguiente:

“Las sociedades cotizadas y las entidades de crédito incrementarán la transparencia en relación con sus políticas de remuneración. Así las sociedades cotizadas quedarán obligadas a difundir y someter a votación de la Junta General de Accionistas un informe por separado sobre las remuneraciones de sus consejeros y principales ejecutivos y sobre la política de remuneración presente y futura. Se aumentan también las exigencias de transparencia de las políticas de remuneración de las entidades de crédito y se introduce la obligación de contar con una política de remuneración coherente con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva”⁽¹⁴⁾.

“La crisis financiera ha puesto de manifiesto, a nivel global, la necesidad de modificar determinados comportamientos que conducen a una excesiva asunción de riesgos por parte de las entidades financieras, cuyos responsables han llevado a cabo actuaciones especulativas motivadas por un sistema de remuneraciones ligado a la obtención de beneficios a corto plazo.

El G-20 incluyó en las conclusiones de su reunión en Pittsburgh de septiembre del año 2009 una serie de consideraciones relacionadas con los sistemas de remuneración de las entidades del sector financiero. El objetivo es evitar una asunción de riesgos excesiva y promover una alineación de los sistemas de remuneración con la creación de valor a largo plazo. Con este objetivo, la Ley incluye principios de buen gobierno corporativo y de gestión del riesgo, además de medidas fiscales que avanzan en la misma línea”.⁽¹⁵⁾

11. Nadie duda de que una de las concausas de la actual crisis económica sea la falta de una regulación adecuada en materia de retribución de los administradores de sociedades, en particular de las sociedades integrantes del sector financiero⁽¹⁶⁾. La explicación es sencilla, en la nueva etapa del capitalismo financiero se ha producido

(13) Puede consultarse la memoria de impacto normativo en <www.meh.es/es-ES/Paginas/Economiasostenible.aspx>. Sobre el concepto de “memoria de impacto normativo”, véanse VÁZQUEZ LÉPINETTE, Tomás/BAHNINI, María, *La calidad de la ley/La qualité de la loi*, Madrid, 2009; BETANCOR RODRÍGUEZ, Andrés, *Mejorar la regulación, una guía de razones y medios*, Madrid, 2009.

(14) Memoria de Impacto Normativo, p. 10.

(15) Memoria de Impacto Normativo, p. 54.

(16) Véase *Financial Crisis Inquiry Commission* (<www.fcic.gov>). En el mismo sentido, Foro de Estabilidad Financiera, *Principios del FSF para unas buenas prácticas en materia de remuneración*, abril de 2009 (accesible <www.bde.es/webbde/es/supervision/politica/FSF_Principios_sobre_remuneracion_ES.pdf>). Para hacernos una idea del volumen de las retribuciones de ciertos administradores, vid. *Cotizalia*, 1 de octubre de 2009 (<www.cotizalia.com>): “José Ignacio Goirigolzarri cobrará 3 millones de euros anuales durante 10 años. Ángel Corcóstegui, cobró 108 millones de euros cuando fue despedido por Emilio Botín en 2002. Sí supera, en cualquier caso, los 43 millones de euros que cobró Amúsátegui por abandonar el Santander Central Hispano o los 20 millones que ingresó Alfonso Cortina al dejar Repsol. Y también está por encima de los 12 millones de euros cobrados por Manuel Pizarro al ser sustituido en Endesa. Lo que no bate es, desde luego, el récord de rentabilidad de José Manuel Entrecanales, que por 18 meses en la presidencia de Endesa cobró una indemnización de 9,6 millones de euros”.

una desvinculación entre los sistemas de remuneración de los gestores y el control de los riesgos⁽¹⁷⁾. A partir de la década de los años ochenta del siglo pasado, la remuneración de los administradores y de los altos directivos pasó de tener un carácter fijo a ser fundamentalmente variable, indiciada en muchas ocasiones al valor bursátil de la sociedad (esencialmente mediante planes de *stock options*) y cuya única base de cálculo es el beneficio financiero a corto plazo. Por tanto, los sistemas de remuneración de este tipo incentivaban a los empleados a que se esforzaran para conseguir su *bonus* anual, con independencia del riesgo realmente asumido por la entidad⁽¹⁸⁾. En principio, si los sistemas de gestión y control de riesgos hubiesen sido sólidos, los incentivos a asumir riesgos que brindaban los sistemas de remuneración no hubieran tenido importancia, porque los riesgos se hubieran mantenido dentro de los límites de tolerancia de las entidades respectivas. Sin embargo, los sistemas de control de riesgos resultaron ineficaces a la hora de limitar los riesgos, dados los poderosos incentivos que ofrece la remuneración. Además, el enfoque tradicional en los sistemas de control de riesgos, funcionó adecuadamente mientras la mayor parte del riesgo se concentraba en la cartera tradicional de préstamos. Casi todas las entidades podían controlar los incentivos a asumir un riesgo excesivo mediante departamentos de concesión y seguimiento de los créditos fuertes e independientes. En los últimos años, el riesgo pasó a ser más multidimensional y complejo, y la variedad de medios para asumir riesgos mayor (v. gr., a través del mecanismo de los derivados financieros). Ya no basta con lograr un simple equilibrio entre los responsables de realizar las operaciones y los encargados de la gestión de riesgos⁽¹⁹⁾. Sin embargo, a pesar de que los reguladores eran conscientes de estos hechos, no han hecho un esfuerzo decidido para adaptarse a las nuevas circunstancias⁽²⁰⁾. La consecuencia no se ha hecho esperar: las prácticas habituales de remuneración no sólo han llevado a los administradores a cobrar unos emolumentos que no

(17) Vid. Foro de Estabilidad Financiera, *Principios, passim*. Entre los autores, cf., entre otros, COHEN, Daniel, *La prospérité du vice*, París, 2009, pp. 247 y ss.

(18) Hasta tal punto que el grupo de expertos que elaboró el Informe Winter llegó a considerar seriamente que se recomendase la prohibición total de la remuneración en acciones o en opciones sobre acciones, pero finalmente se rechazó esta postura. Cf. GARRIDO GARCÍA, José María, “El Informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2003-1, pp. 111 y ss., en concreto, p. 127.

(19) En este sentido, COFFEE, John C., *Gatekeepers, The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, pp. 62-64 y p. 75, indica que la remuneración a los administradores mediante *stock options* está vinculada con los casos de falseamiento de las cuentas anuales y de fraude a los accionistas. En el mismo sentido, vid. BRAITHWAITE, John, *Regulatory Capitalism*, Cheltenham (U.K.), 2008, pp. 36-41, con ulteriores referencias doctrinales.

(20) Buena muestra de ello es que incluso alguien tan poco sospechoso de ser contrario a la retribución mediante *stock options* como es Alan GREENSPAN señaló en su día que la importancia dada al valor bursátil de la compañía unida a la ausencia de normas de contabilización precisas de los planes de *stock options* había originado unos “efectos perversos” en la calidad de los datos que publican las empresas, complicando la evaluación de sus cuentas de resultados. Cf. Conferencia del Gobernador Greenspan sobre gobierno corporativo, <<http://www.federalreserve.gov>> (26 de marzo de 2002).

se corresponden al trabajo efectivamente desempeñado⁽²¹⁾, sino que, más importante todavía, han inducido a los dirigentes de tales entidades a asumir un riesgo excesivo, poniendo con ello en riesgo la estabilidad del sistema financiero⁽²²⁾.

12. Así las cosas el ALES parte de una cierta confusión respecto de su ámbito de aplicación. Buena muestra de lo anterior es que el Informe de Impacto Normativo, que sirve de soporte justificativo al ALES, mezcla en un mismo apartado dos cuestiones distintas, como son la regulación de la remuneración de los directivos de las entidades financieras (y no sólo de todos sus empleados, como finalmente hace), y el incremento de la transparencia de las remuneraciones de los administradores, cuestión aplicable a todas las sociedades cotizadas, sean o no entidades financieras. Se trata por tanto de cuestiones distintas, si bien conectadas, por lo que deberían ser objeto de una fundamentación específica.

2. Sobre la retribución de los empleados de las entidades financieras

13. Centrándonos ahora en la modificación propuesta de la Ley 13/1985, la crítica ha de extenderse en un doble plano. Por un lado, parece poco afortunada la expresión “*Exigir a cada entidad de crédito que posea normas de gobierno...*”. Sería más bien que “adopte” normas de “buen” gobierno. Pero, con todo, siendo el aspecto formal manifiestamente mejorable, no es lo más destacable. Más importante es la absoluta indefinición legal (no nos olvidemos de que nos encontramos ante una norma cuyo incumplimiento determina la imposición de sanciones administrativas) respecto a lo que hemos de entender por “[...] *políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva*”. Se trata de una norma “en blanco”, que deberá ser complementada (con grave quebranto del principio de tipicidad) por la normativa que dicte al efecto el Banco de España. No parece que sea el procedimiento más adecuado desde el punto de vista jurídico, puesto que la norma será difícilmente aplicable en la práctica. Por tanto, el legislador debería incluir en el articulado de la Ley las líneas generales de lo que ha de entenderse por “[...] *políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva*”. A tal efecto, un posible modelo sería el “*Remuneration Code*” aprobado por la “*Financial Services Authority*” británica aplicable tanto a las entidades financieras como a determinadas sociedades de valores, en el que se establecen los principios que ha de observar la retribución de los empleados (y no sólo de los directi-

(21) Incide en especial en esta cuestión SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, “*Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica*”, en AA.VV., *Estudios Sánchez Calero*, Vol. II, Madrid, 2002, pp. 1485 y ss., en concreto, pp. 1508-1509. En la prensa, *vid. El País Negocios*, domingo 18 de octubre de 2009, p. 10: “*Clamor general por los sueldos razonables. El Banco de España ha pedido a las entidades financieras que revisen las remuneraciones*”.

(22) Como muestra, un botón. El informe del administrador concursal Antón R. VALUKAS, elaborado en el asunto Lehman Brothers, p. 161, dice expresamente lo siguiente: “[...] *in practice, Lehman rewarded its employees based upon revenue with minimal attention to risk in setting compensation. None of these risk related adjustments was applied rigorously or consistently*” (puede ver el citado informe en <<http://www.gloriamundi.org>>).

vos) de estas entidades, con la finalidad esencial de evitar la asunción excesiva de riesgos⁽²³⁾.

3. Sobre el aumento de transparencia de las sociedades cotizadas

14. La segunda reforma prevista en el ALES en relación con la gobernanza societaria es la modificación de la LMV con la finalidad de aumentar la transparencia de las retribuciones de los administradores y primeros ejecutivos de las sociedades cotizadas. En este sentido, tampoco parece que el ALES sea un acierto desde la perspectiva de la adecuación entre los fines proyectados de la norma (alinear los intereses de los administradores y los de la sociedad cotizada) y los mecanismos jurídicos arbitrados para la consecución de los mismos. En efecto, las Recomendaciones 2009/384/CE y 2009/385/CE en las que se establecen los principios que han de regir la remuneración de los administradores y altos ejecutivos de, respectivamente, las entidades del sector financiero y las sociedades cotizadas, instan a los Estados miembros a adoptar tanto reglas relativas al contenido material de la retribución como reglas de carácter procedimental, facilitando la toma de decisión informada sobre el particular por parte de la Junta de accionistas⁽²⁴⁾. Pues bien, el Informe de Análisis de Impacto Normativo del Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible no se refiere a las Recomendaciones emanadas de la Comisión Europea, aunque sí que hace mención expresa a las conclusiones de la reunión del G-20 celebrada en Pittsburgh los días 24 y 25 de septiembre de 2009, que prevén una variada gama de medidas regulatorias respecto de la retribución de los administradores de sociedades del sector financiero, tanto de corte

(23) Puede consultarse este Código en <<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/SYSC/19/3>>. En particular, la finalidad del Código es la siguiente:

“(1) If a firm’s remuneration policy is not aligned with effective risk management it is likely that employees will have incentives to act in ways that might undermine effective risk management.

(2) The aim of the Remuneration Code is to ensure that firms have risk-focused remuneration policies, which are consistent with and promote effective risk management and do not expose them to excessive risk. It expands upon the general organisational requirements in SYSC 4.

(3) The Remuneration Code covers all aspects of remuneration that could have a bearing on effective risk management including wages, bonus, long-term incentive plans, options, hiring bonuses, severance packages and pension arrangements. In applying the Remuneration Code, a firm should have regard to applicable good practice on remuneration and corporate governance, such as guidelines on executive contracts and severance produced by the Association of British Insurers (ABI) and the National Association of Pension Funds (NAPF). In considering the risks arising from its remuneration policies, a firm will also need to take into account its statutory duties in relation to equal pay and non-discrimination”.

La negrita es nuestra.

(24) Cf. ARMOUR, John, HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reiner, “Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement”, *Oxford University Faculty of Law, Research Paper* núm. 21/2009, nota n.º 13, hablan, muy gráficamente, de “‘agent-constraining’ and ‘principal empowering’ strategies”.

sustantivo como procedimental⁽²⁵⁾. Sin embargo, el (pre)legislador español, haciendo oídos sordos tanto a las recomendaciones de la Comisión Europea como a las conclusiones de la reunión del G-20, pretende limitarse a introducir respecto de las sociedades cotizadas medidas de carácter procedimental cuya eficacia, por sí solas, es más que discutible⁽²⁶⁾.

15. Pero incluso en este campo procedimental, las previsiones tienen un carácter bastante desvaído. A título ejemplificativo, baste con señalar que en la normativa de transparencia que pretende introducirse no se aborda una de las cuestiones más relevantes en la práctica, y es que la Comisión de Retribuciones esté legalmente habilitada para fijar su propio presupuesto de funcionamiento y para contratar sus propios asesores y consultores, lógicamente a costa de la sociedad⁽²⁷⁾. En este sentido, compárese el tenor de la Recomendación 44.d) del Código Uniforme de Buen Gobierno, que dice lo siguiente: “*Que [el Presidente de la Comisión de Retribuciones] pueda [...] recabar asesoramiento externo, cuando lo considere [...] necesario para el desempeño de sus funciones*”, con el de la *Corporate and Financial Institution Compensation*

(25) Dice así la declaración final de la cumbre del G-20 celebrada en Pittsburgh los días 24 y 25 de septiembre de 2009: “*Reforming compensation practices to support financial stability: Excessive compensation in the financial sector has both reflected and encouraged excessive risk taking. Reforming compensation policies and practices is an essential part of our effort to increase financial stability. We fully endorse the implementation standards of the FSB aimed at aligning compensation with long-term value creation, not excessive risk-taking, including by (i) avoiding multi-year guaranteed bonuses; (ii) requiring a significant portion of variable compensation to be deferred, tied to performance and subject to appropriate clawback and to be vested in the form of stock or stock-like instruments, as long as these create incentives aligned with long-term value creation and the time horizon of risk; (iii) ensuring that compensation for senior executives and other employees having a material impact on the firm’s risk exposure align with performance and risk; (iv) making firms’ compensation policies and structures transparent through disclosure requirements; (v) limiting variable compensation as a percentage of total net revenues when it is inconsistent with the maintenance of a sound capital base; and (vi) ensuring that compensation committees overseeing compensation policies are able to act independently*”.

(26) En este sentido, cf. GARRIDO, José María, *Cinco Días*, 25 de julio de 2007.

(27) Como muestra de estas dificultades, nos remitimos al Informe Anual de Gobierno Corporativo de Gestevisión Telecinco, S.A. para el año 2008, p. 33 (accesible en <http://www.telecinco.es/inversores/es/documentacion/2008_informe_anual_gobierno_corporativo.pdf>). Allí se establecen los requisitos para que el comité de retribuciones pueda solicitar (y, en su caso, conseguir) asesoramiento externo. Como puede comprobarse, la interpretación que se hace del Código de Buen Gobierno es claramente restrictiva. Dice así el epígrafe en cuestión:

“El Reglamento del Consejo de Administración (artículo 30) y el de la Comisión de Auditoría y Cumplimiento (artículo 8) establecen los mecanismos para que cualquier consejero pueda solicitar asesoramiento externo.

El Consejero que desee ser auxiliado en el ejercicio de sus funciones podrá solicitar la contratación de asesores legales, contables, técnicos, financieros, comerciales o de cualquier otra índole con cargo a Telecinco.

La contratación de asesores externos estará limitada al asesoramiento sobre problemas concretos de cierto relieve y complejidad.

El mecanismo establecido se inicia mediante una solicitud del consejero canalizada a través del presidente o del Secretario del Consejo de Administración. Dicha solicitud únicamente podrá ser denegada cuando concurran causas que así lo justifiquen, incluyendo las siguientes:

Fairness Act of 2009 actualmente en trámite en el Senado de los Estados Unidos, que específicamente da al presidente de la Comisión de Retribución la capacidad legal de contratar a asesores externos⁽²⁸⁾.

16. Es cierto que hay razones técnicas que podrían justificar la adopción de una estrategia de tipo procedimental: es la favorecida tanto por los empresarios⁽²⁹⁾ y por un

(a) *Si la solicitud y auxilio de expertos no resultaren necesarios para el cabal desempeño de las funciones encomendadas a los consejeros.*

(b) *Si el coste asociado al auxilio de los expertos no resultare razonable, a la vista de la importancia del problema y de la situación financiera de Telecinco.*

(c) *Si la asistencia técnica solicitada pudiese ser dispensada adecuadamente por expertos y técnicos de Telecinco.*

(d) *Si, por razones de confidencialidad, resultare desaconsejable que el experto en cuestión acceda a información sensible”.*

⁽²⁸⁾ La *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009* (accesible en http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h3269rfs.txt.pdf) tiene por objeto modificar la *Securities Exchange Act*, de 1934, introduciendo medidas de reforzamiento de la independencia de las comisiones de retribuciones, en particular, las siguientes:

“(e) *Authority To Engage Independent Counsel and Other Advisors-The compensation committee of each issuer, in its capacity as a committee of the board of directors, shall have the authority, in its sole discretion, to retain and obtain the advice of independent counsel and other advisers meeting the standards for independence promulgated pursuant to subsection (c), and the compensation committee shall be directly responsible for the appointment, compensation, and oversight of the work of such independent counsel and other advisers. This provision shall not be construed to require the compensation committee to implement or act consistently with the advice or recommendations of such independent counsel and other advisers, and shall not otherwise affect the compensation committee’s ability or obligation to exercise its own judgment in fulfillment of its duties.*

“(f) *Funding-Each issuer shall provide for appropriate funding, as determined by the compensation committee, in its capacity as a committee of the board of directors, for payment of compensation--*

(1) *to any compensation consultant to the compensation committee that meets the standards for independence promulgated pursuant to subsection (c), and*

(2) *to any independent counsel or other adviser to the compensation committee”.*

⁽²⁹⁾ Es muy ilustrativa la entrevista realizada a Michael TRESCHOW, Presidente del Consejo de Administración de Unilever y de Ericsson (*ABC*, domingo 22 de noviembre de 2009):

“Pregunta. ¿Qué piensa Ud. de los planes en la UE de poner límites al pago de bonus en el sector bancario y en otros como el de la automoción? R. Tenemos que comprender que la opinión pública tiene la percepción de que ha habido un comportamiento excesivo e incorrecto y eso no se corresponde con el objetivo de los bonus. La confianza en las compañías cuando se trata de pagar remuneraciones justas está muy mermada. Entiendo que los reguladores quieren buscar formas para hacer que los mecanismos de remuneración sean razonables. Hay que reaccionar frente a la preocupación de la opinión pública. P. ¿Cómo? R. El problema real es diferenciar entre cuál es la tarea de los gobiernos y cuál es la de los empresarios. Es fácil presionar a los empresarios para que busquen soluciones a los sistemas de remuneración deficientes, **pero no depende de ellos el asegurar que haya mecanismos eficientes de control.** Creo que mientras más meticulosa sea la creación de reglas nuevas, mayores son los riesgos de inmiscuirse en las responsabilidades de los empresarios. P. ¿El Gobierno no debería inmiscuirse? R. ¿Quién quiere convertirse en empresario si sus competencias son cada vez más recortadas? Si uno tiene cada vez menos responsabilidades, entonces podría exigirle al Gobierno que se encargue ya directamente de pagar a los empleados. Se trata de encontrar un equilibrio. No pido que no digan nada al respecto, está claro que

sector de la doctrina⁽³⁰⁾ y sus costes de “*enforcement*” son menores: la prueba del incumplimiento es sencilla y tales costes no los soportan necesariamente los accionistas, sino que pueden externalizarlos, asumiéndolos la CNMV⁽³¹⁾ (aunque es evidente que la declaración de nulidad del acuerdo de retribución que no cumpliera las normas de transparencia sólo podría hacerse previa la correspondiente demanda ante los tribunales civiles⁽³²⁾). Ello no obstante, no parece que una regulación exclusivamente basada en el incremento de la transparencia sea suficiente para conseguir el resultado deseado, incluso si admitiéramos que la política de transparencia prevista en el ALES estuviera bien diseñada, cosa que, como hemos visto, es discutible.

17. En efecto, los estudios empíricos demuestran la enorme capacidad de los administradores y altos ejecutivos para obtener rentas de situación, que no puede contrarrestarse más que con medidas dirigidas a regular el contenido de las retribuciones⁽³³⁾. Este hecho no ha pasado desapercibido para los legisladores de nuestro entorno económico y jurídico, que coherentemente con ello, y en línea con las recomendaciones comunitarias, establecen reglas sustantivas relativas al contenido de la retribución de los administradores. Así, por ejemplo, la normativa societaria francesa prevé que los contratos celebrados entre las sociedades y sus administradores, ejecutivos o

hay que hacer algo. Hay que señalar lo que se hizo mal y lo que tiene que mejorarse. Pero prefiero entregar más responsabilidades a los empresarios para que creen sistemas de remuneración justas. **Y si uno tiene que crear reglas nuevas, éstas deberían orientarse más al proceso en sí. Y eso implica, desde luego, una política determinada, un aparato regulador, la información y la transparencia**”. Las negritas son nuestras.

(30) *Vid.*, por ejemplo, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución...*, pp. 45 y 46. Entre los economistas, se muestran favorables DJANKOV, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A., “The Law and Economics of Self Dealing”, *Journal of Financial Economics*, 2008, pp. 430 y ss., en concreto, p. 463: “Countries with successful stock markets mandate that shareholders receive the information they need and the power to act—including both voting and litigation—on this information. There is no evidence that these countries rely heavily on fines and criminal sanctions. This, perhaps, is the crucial message”.

(31) Otra cuestión, sobre la que no entraremos, es determinar hasta qué punto son adecuadas las multas para proteger a los accionistas, dado que el sujeto pasivo de las sanciones pecuniarias es la propia sociedad y no los administradores, con lo que son los accionistas en última instancia los que soportan el importe de las multas.

(32) En palabras del caso *J.I. Case Co.v. Borak*, 377 U.S. 426, 432 (1964): “Private enforcement of the proxy rules provides a necessary supplement to [Securities Exchange] Commission action” Citado en COFFEE, John C., “Law and the Market: The Impact of Enforcement”, *Columbia Law School Working Paper* núm. 304, 2007, p. 74 (accesible en <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=967482>).

(33) Sobre esta cuestión, cf. BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. y WALKER, David I., “Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation”, *The University of Chicago Law Review*, 2002, vol. 69, pp. 751 y ss., con ulteriores referencias doctrinales. Estos autores, *op. cit.*, p. 784, señalan que las rentas de situación son “[...] the amount of rents that an executive extracts is the excess of the pay obtained by him over what he would have received under a contract that maximizes shareholder value”.

socios con un porcentaje superior al 10% han de ser objeto de la aprobación previa por parte del consejo de administración y pueden ser anulados en caso de no haberla obtenido⁽³⁴⁾ o que, más importante todavía, se prohíben las retribuciones que no estén relacionadas con los rendimientos del beneficiario⁽³⁵⁾ y, finalmente, se señala que en la determinación de las cantidades por dietas la Junta general no se halla vinculada ni por sus propios precedentes ni por cualquier norma estatutaria⁽³⁶⁾. Otro tanto sucede en el ordenamiento alemán, en el que el § 87 de la *Aktiengesetz* establece los principios de corte sustantivo que han de observarse en la determinación de las retribuciones de los administradores, que en síntesis son los siguientes: (i) razonabilidad de su importe en relación con la prestación realizada por el perceptor de la retribución y el estado de la sociedad y la práctica remuneratoria habitual⁽³⁷⁾; (ii) en particular para las sociedades cotizadas, que los conceptos de retribución variable tengan una base de cálculo pluria-

⁽³⁴⁾ Cf. arts. L225-38 y L 225-42 del *Code de commerce*, que disponen, respectivamente, lo siguiente:

“Toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l’un de ses directeurs généraux délégués, l’un de ses administrateurs, l’un de ses actionnaires disposant d’une fraction des droits de vote supérieure à 10 % ou, s’il s’agit d’une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l’article L. 233-3, doit être soumise à l’autorisation préalable du conseil d’administration.

Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes visées à l’alinéa précédent est indirectement intéressée.

Sont également soumises à autorisation préalable les conventions intervenant entre la société et une entreprise, si le directeur général, l’un des directeurs généraux délégués ou l’un des administrateurs de la société est propriétaire, associé indéfiniment responsable, gérant, administrateur, membre du conseil de surveillance ou, de façon générale, dirigeant de cette entreprise”. Y

“Sans préjudice de la responsabilité de l’intéressé, les conventions visées à l’article L. 225-38 et conclues sans autorisation préalable du conseil d’administration peuvent être annulées si elles ont eu des conséquences dommageables pour la société.

L’action en nullité se prescrit par trois ans, à compter de la date de la convention. Toutefois, si la convention a été dissimulée, le point de départ du délai de la prescription est reporté au jour où elle a été révélée.

La nullité peut être couverte par un vote de l’assemblée générale intervenant sur rapport spécial des commissaires aux comptes exposant les circonstances en raison desquelles la procédure d’autorisation n’a pas été suivie. Les dispositions du quatrième alinéa de l’article L. 225-40 sont applicables”.

⁽³⁵⁾ Cf. art. L 225-42-1 *Code de commerce*, párrafo 2.º:

“Sont interdits les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéficiario n’est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiario, appréciées au regard de celles de la société dont il préside le conseil d’administration ou exerce la direction générale ou la direction générale déléguée”.

⁽³⁶⁾ Cf. art. L-225-45 *Code de commerce*, párrafo 1.º:

“L’assemblée générale peut allouer aux administrateurs en rémunération de leur activité, à titre de jetons de présence, une somme fixe annuelle que cette assemblée détermine sans être liée par des dispositions statutaires ou des décisions antérieures. Le montant de celle-ci est porté aux charges d’exploitation. Sa répartition entre les administrateurs est déterminée par le conseil d’administration”.

⁽³⁷⁾ Sobre los problemas jurídicos que plantea esta determinación, cf. LUTTER, Marcus, “Aktienrechtliche Aspekte der angemessene Vorstandergütung”, *Zeitschrift für Wirtschaftrecht*, 2006, pp. 733 y ss.

nual, y (iii) que en caso de empeoramiento de la situación de la sociedad, tales retribuciones puedan ser moderadas por el Consejo de vigilancia o, en su caso, por el Juez⁽³⁸⁾.

18. Como vemos, nada de esto se prevé incorporar a la LMV, por lo que, para limitar los excesos en la remuneración de los administradores de sociedades cotizadas, deberemos seguir utilizando el arma (de filo bastante romo) de la violación del interés social⁽³⁹⁾.

19. Por último, el ALES también en los aspectos formales es claramente susceptible de mejora. Así, en primer lugar, la terminología empleada deja mucho que desear: se habla del “consejo” de las sociedades cotizadas y no del “consejo de administración”, de “altos cargos” o de “cargos de alta dirección”, que parecería una denominación más adecuada por ser la empleada en los otros apartados del vigente del art. 116 LMV. Por otro lado, la mención a “[...] la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso” también genera dudas. En puridad no se trata del año en curso, sino más bien de la política de remuneraciones aprobada para el ejercicio cuyas cuentas son objeto de aprobación. En caso contrario, no se entendería la mención a que el Informe de gestión debe aprobarse en la Junta general ordinaria de accionistas (y no en la extraordinaria).

(38) Dice así el precepto en cuestión:

“Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder

(1) *Der Aufsichtsrat hat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds (Gehalt, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen, anreizorientierte Vergütungszusagen wie zum Beispiel Aktienbezugsrechte und Nebenleistungen jeder Art) dafür zu sorgen, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft stehen und die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigen. Die Vergütungsstruktur ist bei börsennotierten Gesellschaften auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Variable Vergütungsbestandteile sollen daher eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben; für außerordentliche Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit vereinbaren. Satz 1 gilt sinngemäß für Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art.*

(2) *Verschlechtert sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so, dass die Weitergewährung der Bezüge nach Absatz 1 unbillig für die Gesellschaft wäre, so soll der Aufsichtsrat oder im Falle des § 85 Absatz 3 das Gericht auf Antrag des Aufsichtsrats die Bezüge auf die angemessene Höhe herabsetzen. Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art können nur in den ersten drei Jahren nach Ausscheiden aus der Gesellschaft nach Satz 1 herabgesetzt werden. Durch eine Herabsetzung wird der Anstellungsvertrag im übrigen nicht berührt. Das Vorstandsmitglied kann jedoch seinen Anstellungsvertrag für den Schluß des nächsten Kalendervierteljahrs mit einer Kündigungsfrist von sechs Wochen kündigen.*

(3) *Wird über das Vermögen der Gesellschaft das Insolvenzverfahren eröffnet und kündigt der Insolvenzverwalter den Anstellungsvertrag eines Vorstandsmitglieds, so kann es Ersatz für den Schaden, der ihm durch die Aufhebung des Dienstverhältnisses entsteht, nur für zwei Jahre seit dem Ablauf des Dienstverhältnisses verlangen”.*

(39) *Vid. apud* nota número 7. Sin perjuicio de que, respecto de las entidades financieras, el Banco de España pueda ejercitar su potestad disciplinaria si esta remuneración excesiva no sea “[...] coherente [...] con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva”.

20. En conclusión, a la vista de lo anterior y, en particular, habida cuenta de que el objetivo perseguido difícilmente se cumplirá con las medidas legislativas propuestas, no podemos sino concluir que el ALES (en la parte referente a las sociedades cotizadas) es una norma jurídica de baja calidad⁽⁴⁰⁾. Se trata de una norma arbitraria, en cuanto que si bien cuenta con bases racionales de actuación (es decir, razones que avalan la necesidad de la norma, a saber la verificación del impacto que han tenido los sistemas de retribución de los administradores de sociedades cotizadas en la asunción de riesgo y, por ende, en la gestación de la crisis), estas razones no permiten deducir de manera racional ciertas medidas legislativas a modo de conclusiones lógicas derivadas de aquellas razones. Como recuerda BETANCOR, el fundamento racional y la coherencia lógica son los presupuestos de la racionalidad normativa. Y si una norma no es racional, es arbitraria, puesto que racionalidad y arbitrariedad son las dos caras de la misma moneda⁽⁴¹⁾. Y la prohibición de la arbitrariedad (art. 9.3 CE) vincula a todos los poderes públicos, incluido el legislador⁽⁴²⁾. Afortunadamente, existe todavía un largo trámite parlamentario en el que pueden enmendarse estos defectos, aprobando normas sustantivas que establezcan los principios que han de seguirse a la hora de retribuir a los administradores de las sociedades cotizadas⁽⁴³⁾.

IV. LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES COTIZADAS: SITUACIÓN ACTUAL Y UTILIDAD DE LA REFORMA PREVISTA

21. A pesar de que, como hemos visto, las disposiciones normativas previstas en el ALES en materia de retribución de administradores de sociedades cotizadas son criticables, no por ello carecen absolutamente de interés práctico. En efecto, la regulación prevista, casi por casualidad, viene a dar respuesta a algunos de los problemas que se plantean en el día a día de las sociedades cotizadas, uno de los cuales es la fijación

⁽⁴⁰⁾ La calidad de una norma puede entenderse como “bondad (para conseguir los objetivos propuestos), acierto y técnica”. Cf. VÁZQUEZ LÉPINETTE, Tomás, *Introducción...*, en VÁZQUEZ LÉPINETTE/BAHNINI, *La calidad de la ley/La qualité de la loi*, Madrid, 2009, p. 17, con ulteriores referencias doctrinales.

⁽⁴¹⁾ BETANCOR RODRÍGUEZ, *Mejorar la regulación*, pp. 64-65.

⁽⁴²⁾ FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Tomás-Ramón, *De la arbitrariedad del Legislador*, Madrid, 1998, p. 160: “Las razones del Legislador han de ser, pues, coherentes con los fines a los que la norma legal ha de orientarse, es decir, susceptibles de explicar satisfactoriamente la adecuación a esos fines de los medios y las técnicas puestas en juego, su potencial aptitud, por lo tanto, para servir a los fines perseguidos, así como su capacidad para alcanzarlos, sin imponer sacrificios innecesarios por excesivos”.

⁽⁴³⁾ Desgraciadamente, la baja calidad normativa parece ser más la regla que la excepción. Vid. VICENT CHULIÁ, Francisco, *Introducción...*, p. 122: “[...] las leyes recientes siguen siendo apresuradas y de escasa calidad”. En el mismo sentido, cf. GAROUPA, Nuno; GÓMEZ POMAR, Fernando y SAEZ LACAVE, María Isabel, “La Justicia y la Crisis”, en AA.VV., *La crisis de la economía española: lecciones y propuestas*, Madrid, FEDEA, 2009, p. 73: “[...] la producción legislativa [es] en general de pésima calidad en la Europa del Sur y, desde luego, en España [...]”.

legal del *status* del Consejo de Administración en relación con la fijación de las retribuciones de los miembros del propio consejo.

22. Esta discordancia entre el modelo normativo previsto por el art. 130 de la LSA y la realidad de las sociedades cotizadas puede atemperarse de dos formas distintas. En primer lugar, entendiendo que esta retribución adicional, vía contrato de prestación de servicios o de relación laboral de alta dirección, encuentra su acomodo legislativo en la potestad de autoorganización del Consejo de administración (art. 141 de la LSA) y, por tanto, en su facultad de concentrar en uno o varios de sus miembros las facultades ejecutivas inherentes al propio consejo⁽⁴⁴⁾. En segundo término, también puede hallarse la cobertura jurídica a estas prácticas, a través de la interpretación de las obligaciones de información previstas en la reforma efectuada en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores por la Ley 26/2003, de 17 de julio. Esta última norma introdujo en la LMV un nuevo precepto, el art. 116, en el que se establecía la obligación de presentar anualmente un informe de gobierno corporativo, uno de cuyos apartados era el siguiente: “[descripción de la] *Estructura de la administración de la sociedad, con información relativa a la composición, reglas de organización y funcionamiento del consejo de administración y de sus comisiones; identidad y remuneración de sus miembros, funciones y cargos dentro de la sociedad, sus relaciones con accionistas con participaciones significativas, indicando la existencia de consejeros cruzados o vinculados y los procedimientos de selección, remoción o reelección*”. La Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, se encargó de precisar el concepto de “remuneración”, señalando que por tal debía entenderse “[...] *en todo caso [...] el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengadas en el curso del ejercicio por los miembros del órgano de administración, cualquiera que sea su causa, así como de las obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida respecto de los miembros antiguos y actuales del órgano de administración*”. Es evidente que si la remuneración de los consejeros no es idéntica para todos ellos es que debe de haber una diferencia en las tareas encomendadas (respondiendo con ello a la distinción entre consejeros ejecutivos y no ejecutivos) y que si la causa (en sentido jurídico) de la relación entre los consejeros y la sociedad es diversa es que están unidos a dicha sociedad por relaciones jurídicas de distinta índole (justificando con ello la coexistencia de una relación, denominada generalmente orgánica, con una relación específica de prestación de servicios o laboral). La primera estaría regulada por la LSA, mientras que la segunda por el Código civil o el Derecho laboral, según correspondiera.

23. Pues bien, las interpretaciones propuestas se ven reforzadas por el tenor del apartado 7.º del art. 116 de la LMV (en la redacción prevista por el ALES), que viene a

(44) Vid. PAZ-ARES, *El enigma de la retribución, passim*.

dar el plácet legal a lo que hasta ahora venía haciéndose en la práctica⁽⁴⁵⁾. Por un lado, se hace referencia a las retribuciones de los “*consejeros y primeros ejecutivos*”, con lo que avala tanto la acumulación de cargos de administrador con los de directivo (vía relación contractual civil o laboral). Por otro lado, la mención a que el informe haya de hacer referencia a “*la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo*” sienta bien a las claras el principio de que es el Consejo el que, en su seno, decide sobre la forma de distribuir entre los consejeros los importes globales fijados por la Junta. Finalmente, la mención al “*carácter consultivo*” de la votación es claramente un arrastre de la legislación estadounidense, en la que son los propios administradores los que deciden, autónomamente, el importe de su retribución⁽⁴⁶⁾, por lo que, en principio, sería justa la crítica que le hace SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE por su incoherencia con nuestro sistema⁽⁴⁷⁾. Sin embargo, si partimos de la idea de que hay que dar la razón al legislador, podemos entender que de esta forma se deja bien claro que la celebración de contratos (distintos de la relación comúnmente denominada como orgánica) entre los administradores y la sociedad es competencia exclusiva del propio Consejo y que ello no supone un fraude de ley (siempre y cuando no se haya producido auto-contratación, esto es, cuando el contrato haya sido aprobado por el propio Consejo, como un ente distinto del propio consejero). Por último, este carácter consultivo es lo que, precisamente, evita que, en el caso del eventual ejercicio de una acción social de responsabilidad pueda argüirse por parte de los administradores demandados que han quedado liberados, en virtud del principio de prohibición de ir contra los propios actos. Una votación meramente consultiva no es un acto propio de la Junta que impida a la sociedad ejercitar la acción social de responsabilidad frente a los administradores. Ello no obstante, convendría que se indicara expresamente que este entendimiento es el correcto.

(45) Conformes, AA.VV., *La remuneración de los consejeros independientes en España*, Centro de Gobierno Corporativo, Madrid, 2010, p. 26 (accesible en <<http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/files/Inv%20-PubIII.pdf>>).

(46) *Vid.* en este sentido, por ejemplo, el artículo 141 de la *General Corporation Law* del Estado de Delaware, que dispone expresamente en su apartado h) lo siguiente:

“Unless otherwise restricted by the certificate of incorporation or bylaws, the board of directors shall have the authority to fix the compensation of directors”.

(47) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución...*, pp. 52-54. En el mismo sentido, *vid.* el informe de Gobierno Corporativo de Ferrovial para el año 2009 (accesible en <http://www.ferrovial.com/recursos/doc/Gobierno_Corporativo/Junta_General_Accionistas/2010/38877_23232010123254.pdf>), en el que se dice lo siguiente: “*El Reglamento del Consejo de Administración establece que el Consejo de Administración formulará un informe sobre la política retributiva aprobada [...] Sin embargo, el Consejo de Administración considera que el concepto de votación con carácter consultivo es confuso y [...] supone introducir una distorsión de las atribuciones de competencias entre Junta General y Consejo de Administración y un potencial elemento de confusión*”.

V. CONCLUSIONES

24. La primera conclusión no puede ser más desalentadora. El legislador ha aprovechado la ocasión que le brindaba la redacción de un proyecto de ley “transversal” como es el de Economía Sostenible para hacer una serie de reformas en materia de gobierno corporativo, sin duda bien intencionadas, pero de utilidad dudosa. Por un lado, se ha pretendido reglamentar las retribuciones de los empleados de entidades financieras para evitar la asunción excesiva de riesgos por parte de éstos, pero se ha hecho de una forma tan genérica que el precepto resulta inaplicable en la práctica. Por otro lado, la regulación de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas contenida en el Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible es claramente inadecuada para los fines propuestos, a saber, alinear los intereses entre una sociedad cotizada y sus administradores, facilitando con ello la creación de valor a largo plazo. Toda la reforma fía la consecución de sus objetivos al reforzamiento de las reglas de transparencia, cuando está empíricamente demostrado que para ello también es necesario regular los aspectos sustantivos de la retribución. Por tanto, salvo que el ALES mejore durante el trámite legislativo, dará lugar a una norma de baja calidad legislativa.

25. Lo anterior no impide que la norma analizada, en la redacción actual, resulte de alguna utilidad. En efecto, permite dar respuesta a uno de los problemas más importantes en la práctica, como es determinar si los administradores de las sociedades pueden estar vinculados con éstas, además de mediante la denominada relación orgánica, mediante vínculos de Derecho laboral o mediante contratos de prestación de servicios, así como, en su caso, determinar si el art. 130 LSA regula todas las retribuciones que perciben los administradores, o sólo las que perciben en virtud del vínculo orgánico. Pues bien, el ALES refuerza la segunda interpretación, dando cobertura a prácticas carentes hasta la fecha del respaldo de una norma con rango de Ley.

JURISPRUDENCIA

EL PRINCIPIO DE IGUALDAD DE LOS ACCIONISTAS EN LOS SUPUESTOS DE CESIÓN DE PARTICIPACIONES DE CONTROL

*Sentencia del STJUE (Sala Cuarta) 15 de octubre de 2009
Asunto C-101/08*

JUAN IGNACIO SIGNES DE MESA ⁽¹⁾

*Letrado del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
Collège d'Europe '03-Harvard Law School '05*

RESUMEN

De acuerdo con el Tribunal de Justicia, el Derecho comunitario no contiene ningún principio general de igualdad de los accionistas susceptible de obligar a un accionista que adquiere el control de una sociedad a ofrecer a los accionistas minoritarios la compra de sus participaciones en condiciones idénticas a las convenidas con ocasión de la toma de control. En particular, el Tribunal de Justicia considera que el principio de igualdad de los accionistas no puede inferirse del Derecho comunitario derivado y que la obligación de compra forzosa no puede ser establecida sino mediante una decisión legislativa específica.

Palabras clave: Principio de igualdad, cesión de control, OPA obligatoria, accionista dominante, accionista minoritario, compra forzosa, principio general de derecho comunitario.

ABSTRACT

According to the European Court of Justice, Community law does not include any general principle of law under which minority shareholders are protected by an obligation on the dominant shareholder, when acquiring or exercising control of a company, to offer to buy their shares under the same conditions as those agreed when a shareholding conferring or strengthening the control of the dominant shareholder was acquired. In particular, the ECJ denied that such a principle could be inferred from provisions of derivative EU law. Furthermore, the ECJ establishes that, in order to impose to the acquirer of corporate control a duty to purchase all outstanding shares, a concrete legislative decision is required.

Key words: Equal treatment, transfer of control, takeover, mandatory bid rule, sell-out, general principle of law.

⁽¹⁾ Los comentarios del presente documento y la responsabilidad sobre su contenido son exclusivamente de su autor.

SENTENCIA

1. *La petición de decisión prejudicial tiene por objeto dilucidar si existe un principio general de Derecho comunitario de igualdad de los accionistas en virtud del cual se protege a los accionistas minoritarios mediante la obligación del accionista dominante que adquiere el control de una sociedad o que ejerce tal control de ofrecerles la compra de sus acciones en condiciones idénticas a las convenidas con ocasión de la toma de una participación en esa sociedad que confiera el control del accionista dominante o que lo refuerce y, en su caso, los efectos en el tiempo de tal principio.*
2. *Dicha petición se presentó en el marco de un litigio entre los accionistas minoritarios de la sociedad RTL Group (en lo sucesivo, "RTL") y las sociedades Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) (en lo sucesivo, "GBL") y Bertelsmann AG (en lo sucesivo, "Bertelsmann"), así como RTL, en relación con los convenios celebrados entre GBL y Bertelsmann.*

Marco jurídico

3. *En virtud del quinto considerando de la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, Segunda Directiva tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO 1977, L 26, p. 1; EE 17/01, p. 44):*
"[...] es necesario, a la vista de los objetivos mencionados en la letra g) del apartado 3 del artículo 54, que, en los aumentos y reducciones de capital, las legislaciones de los Estados miembros garanticen el respeto y armonicen la aplicación de los principios que garanticen el trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas y la protección de los titulares de deudas anteriores a la decisión de reducción".
4. *El artículo 20, apartado 1, de dicha Directiva dispone:*

"1. Los Estados miembros podrán no aplicar el artículo 19 [que sujeta a determinados requisitos la adquisición por una sociedad de sus propias acciones]:

[...]

d) a las acciones adquiridas en virtud de una obligación legal o resultante de una decisión judicial destinada a proteger a los accionistas minoritarios, en particular en caso de fusión, de cambio de objeto o de la forma de la sociedad, de cambio de domicilio social al extranjero o de introducción de limitaciones para la transferencia de acciones;

[...]

f) a las acciones adquiridas para indemnizar a los accionistas minoritarios de las sociedades ligadas;

[...]"

5. *El artículo 42 de la Directiva 77/91 establece:*

"Para la aplicación de la presente Directiva, las legislaciones de los Estados miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas".

6. *A tenor del apartado 6 de la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión, de 25 de julio de 1977, por la que se establece un Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios (DO L 212, p. 37; EE 06/02, p. 15):*

"[...] la Comisión, mediante consulta a los medios interesados, ha podido además comprobar que existe en ellos un amplio consenso sobre los principios del Código".

7. *El apartado 11, letra C, de dicha Recomendación dispone:*

"El tercer principio general se refiere a la igualdad de los accionistas. La Comisión ha estimado, a pesar de determinadas críticas, que debe mantener el principio de la igualdad de trato, ilustrando su aplicación mediante dos disposiciones complementarias,

que hacen hincapié, en particular, en una obligación concreta de publicidad.

La decimoséptima disposición complementaria menciona la paridad de trato que debe ofrecerse a los otros accionistas en caso de transferencia de una participación de control, pero admite que la protección de estos accionistas puede realizarse de otra manera, con el fin de tener en cuenta la existencia, en Alemania, de un derecho que limita los poderes del accionista dominante. [...]”.

8. Los principios generales primero y tercero del Código de conducta europeo (en lo sucesivo, “Código de conducta”), adjunto a la Recomendación 77/534, disponen:

“1. El objetivo del presente Código y sus principios generales deben ser respetados incluso en los casos no cubiertos expresamente por una disposición complementaria.

Toda operación en los mercados de valores mobiliarios implicará el respeto no solamente de la letra, sino también del espíritu de las disposiciones legales o reglamentarias en vigor en cada Estado, así como de los principios de buena conducta en uso en dichos mercados o recomendados por el presente Código.

[...]”

3. Debe asegurarse a todo tenedor de valores mobiliarios de la misma naturaleza, emitidos por la misma sociedad, una igualdad de trato, en particular, en todo acto que implique, directa o indirectamente, la transferencia de una participación que permita un control, de hecho o de derecho, de una sociedad cuyos valores mobiliarios se negocien en el mercado, se tendrá en cuenta el derecho de todos los accionistas a ser tratados del mismo modo”.

9. La decimoséptima disposición complementaria del Código de conducta dispone:

“Las transacciones que impliquen la transferencia de una participación de control con arreglo al tercer principio general no deben hacerse clandestinamente sin información a los demás accionistas y a las autoridades de control del mercado.

Es deseable que se ofrezca a todos los accionistas de la sociedad cuyo control haya sido transferido la posibilidad de ceder sus títulos en condiciones idénticas, salvo que se beneficien por otro lado de una protección que pueda considerarse equivalente”.

10. Según el artículo 4, apartado 2, de la Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores (DO L 66, p. 21; EE 06/02, p. 77), los emisores de valores mobiliarios admitidos a cotización oficial han de cumplir las obligaciones enumeradas en el esquema C incorporado como anexo a dicha Directiva.
11. La referida Directiva contiene, en efecto, en su anexo, un esquema C, sobre las “obligaciones de la sociedad cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores”. En el punto 2, letra a), del esquema C, se precisa que “la sociedad deberá asegurar un trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas”.
12. Se reproduce esta disposición en el artículo 65, apartado 1, de la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (DO L 184, p. 1), la cual, en su artículo 111, apartado 1, derogó la Directiva 79/279.
13. No obstante, el artículo 65 de la Directiva 2001/34 fue suprimido con efecto al 20 de enero de 2007 en virtud del artículo 32, punto 5, de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34 (DO L 390, p. 38). El artículo 17 de la Directiva 2004/109, con la rúbrica “Requisitos de información para los emisores cuyas acciones se admiten a negociación en un mercado regulado”, dispone en su apartado 1:

“El emisor de las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado garantizará el mismo trato a todos los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas”.

14. A tenor de los considerandos octavo y décimo de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142, p. 12):
- “(8) De conformidad con los principios generales del Derecho comunitario y, en particular, el de tutela judicial efectiva, las decisiones de las autoridades supervisoras deberán poder someterse, en las circunstancias oportunas, al control de una jurisdicción independiente [...]”
- [...]
- (10) La obligación de presentar una oferta a todos los titulares de valores no debe aplicarse a aquellos cuyas participaciones ya les confieran el control de sociedades en el momento de la entrada en vigor de la legislación nacional de transposición de la presente Directiva”.
15. Con arreglo a su artículo 1, apartado 1, dicha Directiva se aplica a las ofertas públicas relativas a los valores de una sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado.
16. El artículo 3 de la referida Directiva, con la rúbrica “Principios generales”, dispone, en sus apartados 1, letra a), y 2, letra a):
- “1. A efectos de la aplicación de la presente Directiva, los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:
- a) Todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;
- [...]
2. A efectos del respeto de los principios contemplados en el apartado 1, los Estados miembros:
- a) Velarán por que se cumplan los requisitos mínimos establecidos en la presente Directiva [...]”.

17. El artículo 5 de la Directiva 2004/25, con la rúbrica “Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo”, dispone en sus apartados 1 y 4:

“1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen en concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4.

[...]

4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un periodo que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1 [...]”.

18. El artículo 16 de dicha Directiva, con la rúbrica “Compra forzosa”, dispone:

- “1. Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, se apliquen las disposiciones de los apartados 2 y 3.
2. Los Estados miembros velarán por que los titulares de valores que no hayan aceptado la oferta puedan exigir del oferente la compra de sus valores a un precio justo en las mismas condiciones que las contempladas en el apartado 2 del artículo 15.
3. Se aplicarán, mutatis mutandis, las disposiciones de los apartados 3 a 5 del artículo 15”.

19. El artículo 15, apartado 2, de dicha Directiva, al que se remite el referido artículo 16, apartado 2, establece el umbral de participación exigido al 90% del capital con derecho de voto. Ese mismo artículo 15, apartado 5, al que se remite el artículo 16, apartado 3, de la Directiva 2004/25, dispone que los Estados miembros velarán por que se garantice un precio justo.

Litigio principal y cuestiones prejudiciales

20. Audiolux, SA y las demás partes demandantes en el procedimiento principal (en lo sucesivo, conjuntamente, "Audiolux") son accionistas minoritarios de RTL, cuyas acciones se cotizaban en los mercados bursátiles regulados de Luxemburgo, Bruselas y Londres.

21. Como se desprende de los autos, antes de los hechos que dieron lugar al litigio principal, GBL poseía el 30% de las acciones de RTL. Bertelsmann era titular de una participación del 80% en Bertelsmann Westdeutsche TV GmbH, siendo titular del 20% restante Westdeutsche Allgemeine Zeitungsverlagsgesellschaft E. Brost & J. Funke GmbH & Co. Bertelsmann Westdeutsche TV GmbH era titular del 37% de las acciones de RTL, el grupo británico Pearson Television era titular del 22% y el 11% restante de las acciones se hallaba en poder del público, del que formaba parte Audiolux.

22. Mediante varias transacciones que tuvieron lugar durante el primer semestre de 2001, GBL cedió su participación del 30% en el capital de RTL a Bertelsmann a trueque del 25% del capital de ésta.

23. Posteriormente, Bertelsmann adquirió, en diciembre de 2001, la participación de la que era titular Pearson Television, y RTL procedió a un "delisting" de sus valores de la bolsa de Londres, que pasó a ser efectivo el 31 de diciembre de 2002.

24. La cesión a Bertelsmann de la participación de que era titular GBL fue objeto de una sentencia del tribunal d'arrondissement (Luxemburgo) el 8 de julio de 2003, que desestimó las pretensiones formuladas por Audiolux por considerar que no se sustentaban en ninguna norma o principio de Derecho reconocido en Derecho luxemburgués. Tales pretensiones se referían, en particular, a la validez de las transacciones que implican la cesión de dicha participación y al resarci-

miento del perjuicio causado por el incumplimiento de la obligación de ofrecer a los demandantes la posibilidad de intercambiar sus acciones en RTL por las acciones de Bertelsmann con unas condiciones idénticas a las convenidas con GBL.

25. Según dicha sentencia, el Derecho positivo sobre sociedades luxemburgués no contempla ningún derecho de los accionistas minoritarios a ceder sus títulos con idénticas condiciones, cuando un accionista importante cede sus títulos a otro accionista importante. Observa que, del mismo modo, la normativa bursátil luxemburguesa no puede servir de base jurídica a las pretensiones objeto de examen. Dicha sentencia declara, en particular, que ninguna disposición de Derecho luxemburgués ha dado cumplimiento a la Recomendación 77/534.

26. El "delisting" de los valores de RTL de la Bolsa de Londres fue objeto de una sentencia del tribunal d'arrondissement de Luxembourg de 30 de marzo de 2004, el cual desestimó las pretensiones formuladas por Audiolux relativas, en particular, a la obligación de aumentar la difusión entre el público de los valores de RTL y de que ésta siguiera teniendo dichos valores cotizados en la Bolsa de Londres.

27. Tras haber decretado la acumulación de estos dos asuntos, la cour d'appel (Luxemburgo) confirmó dichas sentencias señalando, en lo que atañe a la de 8 de julio de 2003, que el asunto tiene por objeto la existencia de un principio general en virtud del cual los accionistas minoritarios de una sociedad luxemburguesa cotizada en bolsa pueden invocar el derecho a un trato igualitario por parte de los accionistas mayoritarios con motivo de una cesión de una participación importante en esa sociedad. A este respecto, la cour d'appel considera que no puede admitirse ningún principio general de igualdad de los accionistas como Derecho positivo y servir de fundamento jurídico a las pretensiones de las partes recurrentes.

28. El recurso de casación, interpuesto por Audiolux, se dirige únicamente contra lo declarado en dicha sentencia, que confirma la sentencia de 8 de julio de 2003. En él Audiolux alega violación de un principio general de igualdad de los accionistas y exige que se le dispense el mismo trato que el deparado a GBL con motivo de la cesión de su partici-

- pación en RTL a Bertelsmann, mediante una prima de control.*
29. *En estas circunstancias, la Cour de cassation acordó suspender el curso de las actuaciones y plantear al Tribunal de Justicia las cuestiones prejudiciales siguientes:*
- “1) *Las referencias a la igualdad de los accionistas y, más concretamente, a la protección de los accionistas minoritarios, que figuran:*
- a) *en la segunda Directiva sobre sociedades 77/91 [...] en sus artículos 20 y 42;*
 - b) *en la Recomendación [77/534], en su “tercer principio general” y en su “decimoséptima disposición complementaria”;*
 - c) *en la Directiva 79/279 [...], en su anexo esquema C, punto 2, letra a), reproducido en la Directiva [2001/34];*
 - d) *en la Directiva 2004/25 [...], en su artículo 3, apartado 1, letra a), a la luz de su octavo considerando,*
¿se derivan de un principio general del Derecho comunitario?
- 2) *En caso de respuesta afirmativa a la primera cuestión, ¿debe dicho principio general de Derecho comunitario aplicarse únicamente en las relaciones entre una sociedad y sus accionistas o, por el contrario, se impone igualmente en las relaciones entre los accionistas mayoritarios que ejercen o adquieren el control de una sociedad y los accionistas minoritarios de esa sociedad, especialmente en el caso de una sociedad cuyas acciones se cotizan en una bolsa de valores?*
- 3) *En caso de respuesta afirmativa a las dos cuestiones anteriores, teniendo en cuenta el desarrollo en el tiempo de las referencias contenidas en la primera cuestión, ¿debe considerarse que dicho principio general de Derecho comunitario existe y que se impone en las relaciones entre los accionistas mayoritarios y minoritarios en el sentido de la segunda cuestión, desde antes de la entrada en vigor de la Directiva 2004/25/CE, antes citada, y, en el presente asunto, desde antes de que se produjeran los hechos litigiosos en el primer semestre del año 2001?”.*

Sobre las cuestiones prejudiciales

Sobre la admisibilidad

30. *Bertelsmann se opone a la admisibilidad de la petición de decisión prejudicial y sostiene que no se expone, de manera suficiente, el régimen jurídico y el contexto fáctico que se refiere a las cuestiones planteadas.*
31. *Si bien es cierto que una cuestión prejudicial planteada por un órgano jurisdiccional nacional es inadmisibile cuando el Tribunal de Justicia no dispone de los elementos de hecho y de Derecho necesarios para responder de manera eficaz a las cuestiones planteadas (véase la sentencia de 14 de diciembre de 2006, Confederación Española de Empresarios de Estaciones de Servicio, C-217/05, Rec. p. I-11987, apartado 28 y jurisprudencia allí citada), debe señalarse que, en el caso de autos, la resolución de remisión permite determinar el alcance de las cuestiones planteadas y dio efectivamente a las partes interesadas la posibilidad de presentar observaciones con arreglo al artículo 23 del Estatuto del Tribunal de Justicia, como acredita el texto de las observaciones presentadas en este procedimiento. Por lo tanto, el Tribunal de Justicia dispone de elementos suficientes en relación con el marco jurídico y los hechos del litigio principal para interpretar las normas comunitarias pertinentes y responder eficazmente a las cuestiones planteadas.*

Sobre las cuestiones primera y segunda

32. *Mediante estas cuestiones, que deben examinarse conjuntamente, el órgano jurisdiccional remitente pide esencialmente que se dilucide si existe un principio general de Derecho comunitario de igualdad de los accionistas en virtud del cual los accionistas minoritarios se hallan protegidos por la obligación del accionista dominante que tome o que ejerza el control de una sociedad de ofrecer a aquellos la posibilidad de comprar sus acciones en las mismas condiciones que las convenidas en el momento de la adquisición de una participación en esa sociedad que confiera o refuerce el control del accionista dominante.*
33. *A este respecto, el órgano jurisdiccional remitente se remite a varias disposiciones de Derecho comunitario derivado, a saber, los artículos 20 y 42 de la Directiva 77/91, el tercer principio general y la decimoséptima*

- disposición complementaria del Código de conducta, el punto 2, letra a), del esquema C que figura en el anexo de la Directiva 79/279, así como el artículo 3, apartado 1, letra a), de la Directiva 2004/25, interpretado a la luz del octavo considerando de ésta.
34. En principio, procede señalar que, de por sí, la mera circunstancia de que el Derecho comunitario derivado contenga algunas disposiciones relativas a la protección de los accionistas minoritarios no basta para determinar la existencia de un principio general de Derecho comunitario, en particular, si su ámbito de aplicación se circunscribe a derechos claramente definidos y ciertos. Por consiguiente, el único objeto del examen de las disposiciones enunciadas por el órgano jurisdiccional remitente es comprobar si tales disposiciones ofrecen indicaciones concluyentes sobre la existencia del principio analizado. A este respecto, procede puntualizar que tales disposiciones revisten un valor indicativo sólo en la medida en que están redactadas de manera vinculante (véanse, en este sentido, las sentencias de 23 de noviembre de 1999, Portugal/Consejo, C-149/96, Rec. p. I-8395, apartado 86, así como de 12 de julio de 2001, Jippes y otros, C-189/01, Rec. p. I-5689, apartado 74), haciendo resaltar el contenido claramente determinado del principio analizado (véase, en este sentido, la sentencia Jippes y otros, antes citada, apartado 73).
 35. En primer lugar, debe señalarse que el alcance de las disposiciones de las Directivas 77/91 y 79/279, antes mencionadas, se limita a situaciones claramente determinadas y que no tienen relación alguna con una situación como la controvertida en el asunto principal.
 36. En efecto, las referencias a la protección de los accionistas minoritarios contenidas en el artículo 20 de la Directiva 77/91, lejos de indicar que existe un principio general de Derecho comunitario, tienen como objeto precisar, como se desprende de su texto, los objetivos para cuya consecución los Estados miembros pueden, en determinadas condiciones, inaplicar el artículo 19 de dicha Directiva.
 37. Del mismo modo, como resulta del inciso “para la aplicación de la presente Directiva”, la obligación, establecida en el artículo 42 de la Directiva 77/91, de garantizar un trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas, se aplica únicamente en relación con dicha Directiva, es decir, como se precisa en el quinto considerando de ésta, en las operaciones de aumento o de reducción de capital. Por lo tanto, dicho artículo se aplica a situaciones completamente distintas de aquellas a las que se refiere la obligación que, en el asunto principal incumbiría al accionista dominante, en virtud del supuesto principio general de Derecho comunitario invocado por Audioux.
 38. El objeto de dicha Directiva corrobora la aseveración de que, según la intención del legislador comunitario, la regla inherente a la igualdad de trato de los accionistas prevista en dicho artículo 42 no se aplica al margen del marco de la Directiva 77/91.
 39. En efecto, el objeto de dicha Directiva es únicamente garantizar un grado mínimo de protección de los accionistas en todos los Estados miembros (véanse las sentencias de 12 de marzo de 1996, Pafitis y otros, C-441/93, Rec. p. I-1347, apartado 38; de 19 de noviembre de 1996, Siemens, C-42/95, Rec. p. I-6017, apartado 13, así como de 18 de diciembre de 2008, Comisión/España, C-338/06, Rec. p. I-0000, apartado 23).
 40. Además, debe señalarse que, incluso en el marco de la Directiva 77/91, no puede considerarse que el artículo 42 de ésta exprese un principio general de Derecho comunitario. En efecto, el Tribunal de Justicia ha negado que dicho artículo pueda interpretarse en sentido amplio por considerar que tal interpretación tendría como consecuencia privar de su efecto útil al artículo 29, apartado 4, de dicha Directiva, relativo a las condiciones que permiten limitar el derecho de suscripción preferente (véase la sentencia Comisión/España, antes citada, apartados 32 y 33).
 41. En cuanto al apartado 2, letra a), del esquema C que figura en el anexo de la Directiva 79/279, según el cual la sociedad debe asegurar un trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas, baste señalar que mientras tanto se derogó esta disposición y fue sustituida por el artículo 17 de la Directiva 2001/34, que, de conformidad con su rúbrica, se aplica únicamente a la obligación de informar a los titulares de valores.
 42. Por consiguiente, las disposiciones tanto de la Directiva 77/91 como de la Directiva

- 79/279, invocadas por el órgano jurisdiccional remitente, se aplican a situaciones claramente determinadas y netamente distintas de la controvertida en el asunto principal. Además, como señaló la Abogado General en el punto 84 de sus conclusiones, dichas disposiciones se limitan esencialmente a regular situaciones muy específicas en materia de Derecho de sociedades, al imponer a la sociedad determinadas obligaciones para proteger a todos los accionistas. Por lo tanto, carecen del alcance general que, por definición, es inherente a los principios generales del Derecho.
43. En segundo lugar, en relación con el tercer principio general y la decimoséptima disposición complementaria del Código de conducta, así como con la Directiva 2004/25, debe señalarse que ni dicho Código ni esta Directiva se refieren expresamente a la existencia de un principio general de Derecho comunitario relativo a la protección de los accionistas minoritarios.
44. Por lo que respecta al Código de conducta, debe señalarse, por una parte, que, en su segundo párrafo, su primer principio general distingue entre las disposiciones legales o reglamentarias en vigor y los principios de buena conducta. A este respecto, dicho primer principio pone en pie de igualdad los principios de buena conducta aceptados en los mercados y los recomendados por el Código de conducta. De ello se deduce que, según dicho Código, como fuentes de Derecho, tales principios revisten el mismo valor que los aceptados en los mercados. Pues bien, tal afirmación relativa a la naturaleza jurídica de dichos principios es inconciliable con la hipótesis de que un principio general de Derecho comunitario subyace al tercer principio general y a la decimoséptima disposición complementaria de dicho Código.
45. Por otra parte, ni el tercer principio general ni la decimoséptima disposición complementaria del Código de conducta establecen la obligación de una igualdad de trato en términos absolutos y vinculantes. En particular, a tenor del segundo párrafo de la decimoséptima disposición complementaria de dicho Código, es sólo "deseable" ofrecer a todos los accionistas la posibilidad de ceder sus valores y ello únicamente en la medida en que los accionistas minoritarios no gocen de una protección equivalente.
46. Pues bien, teniendo en cuenta la jurisprudencia recordada en el apartado 34 de la presente sentencia, tal redacción se opone a que se pueda inferir de tales disposiciones que existe un principio general de Derecho comunitario relativo a la protección de los accionistas minoritarios. Así, la afirmación contenida en el apartado 6 de la Recomendación 77/534 según la cual existe un amplio consenso entre los medios interesados sobre los principios del Código de conducta carece de pertinencia.
47. En cuanto a la Directiva 2004/25, en su artículo 5 establece la obligación del accionista que haya tomado el control de una sociedad de promover una oferta obligatoria. En su artículo 16 prevé la compra forzosa.
48. Pues bien, por una parte, los considerandos segundo, noveno a undécimo y vigesimocuarto de la Directiva 2004/25 relativos a la oferta y a la compra forzosa no indican ni explícita ni implícitamente que las normas establecidas en dicha Directiva expresen un principio general de Derecho comunitario. Además, dichos considerandos en modo alguno se remiten al Código de conducta ni a las Directivas 77/91 y 79/279 y, por lo tanto, no permiten considerar que la Directiva 2004/25 es la realización de un proyecto iniciado con el Código de conducta o las Directivas antes mencionadas.
49. Por otra parte, con arreglo al artículo 1 de la Directiva 2004/25, el ámbito de aplicación tanto de la oferta obligatoria como de la compra forzosa se limita a las sociedades cotizadas en Bolsa. Además, según el artículo 5, apartado 1, de dicha Directiva, la oferta obligatoria es únicamente de aplicación cuando, a raíz de una adquisición, una persona es titular de una participación que le confiera el control de esa sociedad y, según los artículos 15 y 16 de dicha Directiva, la compra forzosa sólo rige respecto a situaciones en las que, con motivo de una oferta pública, un accionista adquiere más del 90% del capital con derecho de voto.
50. En consecuencia, dichas disposiciones de la Directiva 2004/25 se aplican a situaciones específicas, por lo que no puede deducirse de ellas ningún principio general con un contenido determinado. Como ya se ha señalado respecto a las disposiciones de las Directivas 77/91 y 79/279 en el apartado 42 de la presente sentencia, carecen asimismo del carácter general que, por definición, es

- inherente a los principios generales del Derecho.*
51. *En relación, en particular, con las disposiciones de la Directiva 2004/25 a las que se remite el órgano jurisdiccional remitente, debe señalarse que, si bien el octavo considerando de dicha Directiva alude a los principios generales de Derecho comunitario, no es menos cierto que tal considerando se refiere únicamente a las garantías procesales y no guarda relación alguna con ningún principio de igualdad de trato de los accionistas. Del mismo modo, no puede deducirse del uso de los términos “principios generales” en el artículo 3 de dicha Directiva que el legislador comunitario pretendiera de este modo asimilar los principios enunciados en dicho artículo a los principios generales de Derecho comunitario. Como se desprende de los términos “a efectos de la aplicación de la presente Directiva”, se trata exclusivamente de principios rectores para la aplicación de la referida Directiva por los Estados miembros.*
 52. *Habida cuenta de lo que precede, debe señalarse que las disposiciones de Derecho comunitario derivado a las que se remite el órgano jurisdiccional remitente no indican de manera concluyente que exista un principio general de igualdad de trato de los accionistas minoritarios.*
 53. *Además, procede también examinar si el trato reivindicado por Audiolux puede entenderse como la expresión específica, en materia de Derecho de sociedades, del principio general de igualdad de trato.*
 54. *Según reiterada jurisprudencia, el principio general de igualdad de trato exige que no se traten de manera diferente situaciones comparables y que no se traten de igual manera situaciones diferentes, a no ser que tal trato esté objetivamente justificado (véase la sentencia de 16 de diciembre de 2008, Arcelor Atlantique et Lorraine y otros, C-127/07, Rec. p. I-0000, apartado 23 y jurisprudencia citada).*
 55. *En el caso de autos, debe señalarse que el objetivo del trato reivindicado por Audiolux es definir una obligación que corresponda únicamente al accionista que adquiere el control en una sociedad o que refuerza el que ya posee. Esa obligación le impondría el deber de contratar con todos los accionistas minoritarios con las mismas condiciones que las acordadas con motivo de la adquisición de una participación que confiere o refuerza el control y supondría un derecho de todos los accionistas a vender sus acciones al accionista dominante.*
 56. *Debe determinarse si puede considerarse que los elementos puestos de relieve en el apartado anterior de la presente sentencia expresan el principio general de igualdad de trato.*
 57. *En lo que atañe al establecimiento de la obligación del accionista dominante y la fijación de las condiciones relativas a la misma, debe señalarse que, de por sí, el principio general de igualdad de trato no puede originar una obligación especial para el accionista dominante en favor de los demás accionistas ni determinar la situación concreta a la que se refiere tal obligación.*
 58. *En efecto, el hecho de establecer una obligación que incumbe al accionista dominante, así como de fijar las condiciones que generan tal obligación exige, en principio, una decisión sobre si, en la situación concreta en la que un accionista toma el control en una sociedad o refuerza el que ya poseía, es necesario dar una protección especial a los accionistas minoritarios que debe materializarse en el establecimiento de una obligación para el accionista dominante. Tal decisión supondría la ponderación tanto de los intereses de los accionistas minoritarios y del accionista dominante como de las consecuencias considerables en el ámbito de las adquisiciones de empresas, y debería expresarse de manera específica, de conformidad con el principio de seguridad jurídica, a fin de que los interesados pudieran conocer, sin ambigüedad, sus derechos y obligaciones, y adoptar las medidas oportunas en consecuencia (véase, en lo tocante a las exigencias del principio de seguridad jurídica, la sentencia de 10 de marzo de 2009, Heinrich, C-345/06, Rec. p. I-0000, apartado 44).*
 59. *Del mismo modo, suponiendo que sea necesario dar una protección especial a los accionistas minoritarios, no es menos cierto que pueden considerarse diferentes medios para garantizar tal protección, entre los cuales debe elegirse.*
 60. *En efecto, en su decimoséptima disposición complementaria, el Código de conducta se refiere a una “protección equivalente” de la que pueden gozar los accionistas minoritarios, y, en su apartado 11, letra C, la Reco-*

- mendación 77/534 alude, como ejemplo de tal protección equivalente, a la limitación de las facultades del accionista dominante.*
61. *En consecuencia, el principio general de igualdad, según parece, tampoco puede determinar la elección entre distintos medios que pueden concebirse para proteger a los accionistas minoritarios, como los que propugnan dichos actos de Derecho comunitario derivado.*
62. *Un principio como el que propugna Audiolum supone algunas opciones de carácter legislativo que se basan en una ponderación de los intereses en juego y la fijación anticipadamente de normas precisas y pormenorizadas (véanse, por analogía, las sentencias de 15 de julio de 1970, ACF Chemiefarma/Comisión, 41/69, Rec. p. 661, apartados 18 a 20; de 5 de marzo de 1980, Ferwerda, 265/78, Rec. p. 617, apartado 9, así como el auto de 5 de marzo de 1999, Guérin automóviles/Comisión, C-153/98 P, Rec. p. I-1441, apartados 14 y 15), y no puede deducirse del principio general de igualdad de trato.*
63. *En efecto, los principios generales de Derecho comunitario son de rango constitucional, mientras que el principio que preconiza Audiolum se caracteriza por un grado de precisión que exige una elaboración legislativa que, a escala comunitaria, se lleva a cabo mediante un acto de Derecho comunitario derivado. Por lo tanto, no puede considerarse que el principio que propugna Audiolum sea un principio general autónomo de Derecho comunitario.*
64. *Teniendo en cuenta lo que precede, debe responderse a las cuestiones primera y segunda que el Derecho comunitario no contiene ningún principio general de Derecho según el cual los accionistas minoritarios estén protegidos por la obligación del accionista dominante que toma el control de una sociedad o que lo ejerce de ofrecer a aquéllos la posibilidad de comprar sus acciones en condiciones idénticas a las convenidas con ocasión de la toma de una participación que confiera el control del accionista dominante o que lo refuerce.*
65. *Teniendo en cuenta esta respuesta, no procede responder a la tercera cuestión.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA INEXISTENCIA DE UN PRINCIPIO GENERAL DE IGUALDAD DE LOS ACCIONISTAS SEGÚN EL TRIBUNAL DE JUSTICIA.
- a) **El Derecho comunitario derivado como manifestación de la existencia del principio general de igualdad de los accionistas.**
- b) **La protección de los accionistas como extensión particular del principio general de igualdad de trato.**
- III. SOBRE POR QUÉ NO HA DE RECONOCERSE JURISPRUDENCIALMENTE UN PRINCIPIO GENERAL DE IGUALDAD DE LOS ACCIONISTAS CON OCASIÓN DE LA TOMA DE CONTROL DE UNA SOCIEDAD.
-

I. INTRODUCCIÓN

La sentencia comentada (en lo sucesivo “sentencia *Audiolum*”) contiene uno de los pronunciamientos más esperados por la doctrina en el curso judicial pasado en

materia de derecho de sociedades⁽²⁾. En ella, el Tribunal de Justicia resolvía una petición de decisión prejudicial planteada por la *Cour de cassation* de Luxemburgo, con arreglo al antiguo artículo 234 del Tratado CE⁽³⁾, con el fin de dilucidar si existe un principio general de igualdad susceptible de obligar a un accionista que adquiere el control de una sociedad a ofrecer a los accionistas minoritarios la compra de sus participaciones en condiciones idénticas a las convenidas con ocasión de la toma de control.

La cuestión prejudicial se planteó en el marco de un litigio surgido entre los accionistas de la sociedad RTL Group, que cotizaba en las bolsas de Londres, Bruselas y Luxemburgo. En particular, RTL Group contaba con dos accionistas significativos, Groupe Bruxelles Lambert (“GBL”) y Bertelsmann GmbH (“Bertelsmann”), que eran titulares del 30% y del 37% de las acciones respectivamente, y varios accionistas minoritarios, entre ellos, la sociedad Audiolux, SA (“Audiolux”). En 2001, GBL se comprometió a la cesión de su participación en RTL Group en favor de Bertelsmann a cambio del 25% de las acciones en esta última sociedad. Como consecuencia de esta cesión, el grupo Bertelsmann pasó a disponer del control exclusivo de RTL Group, lo cual le permitió aprobar, entre otras, la decisión de excluir la cotización de sus valores de la bolsa de Londres⁽⁴⁾.

En este contexto, la sociedad Audiolux, junto con otros accionistas minoritarios, presentó una demanda ante el *Tribunal d’arrondissement* de Luxemburgo con la pretensión de anular, a título principal, los acuerdos de cesión de participaciones mencionados anteriormente y de obtener reparación, a título subsidiario, del perjuicio causado por no haber cumplido con la obligación, que según ella correspondía a Bertelsmann, de hacerle partícipe de la prima de control de la que se benefició GBL con ocasión de la cesión de sus acciones. Su argumento se amparaba fundamentalmente en la existencia de un supuesto principio general de igualdad de trato de los accionistas que sería de aplicación, no solamente en las relaciones entre la sociedad y sus socios, sino también en las relaciones entre estos últimos.

El *Tribunal d’arrondissement* de Luxemburgo desestimó las pretensiones de Audiolux al considerar que no estaban sustentadas en ninguna norma o principio jurídico

(2) Su texto completo, así como las conclusiones del Abogado General, se encuentran disponibles en <http://curia.europa.eu/>.

(3) Actualmente, tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa el 1 de diciembre de 2009, esta disposición se corresponde con el artículo 267 del Tratado sobre el funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

(4) Véase el artículo 67 de la *Loi luxembourgeoise du 10 août 1915, concernant les sociétés commerciales*, que requiere, en efecto, una mayoría de dos tercios en la junta general para la modificación de los estatutos de una sociedad anónima. Nótese también que Bertelsmann pasó a detentar posteriormente el 90,2% de RTL Group tras la adquisición de las participaciones de otros accionistas minoritarios, entre ellos, el 22% perteneciente a Pearson Television.

de contornos limitados reconocido en el Derecho luxemburgués⁽⁵⁾. Concretamente, este tribunal rechazó que existiera un derecho de los accionistas minoritarios a ceder sus títulos en idénticas condiciones a las que un accionista mayoritario ofreciese a otro y subrayó que, en esta materia particular, ninguna disposición nacional había transpuesto las recomendaciones comunitarias. La *Cour d'appel* confirmó, por su parte, esta sentencia⁽⁶⁾, la cual fue objeto nuevamente de un recurso ante la *Cour de cassation* luxemburguesa.

El motivo principal de casación invocado por la demandante se basaba en la violación del principio general de igualdad de los accionistas que, según ella, podía inferirse de varias disposiciones de Derecho comunitario derivado. En esencia, éstas tendrían por objeto la tutela de los accionistas minoritarios en los supuestos de adquisición de una participación de control por parte de otro accionista. Las disposiciones particulares a las que hacía referencia en su recurso, tanto en materia de Derecho de sociedades y como de Derecho financiero, eran fundamentalmente las siguientes: (a) la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976 (Segunda Directiva en Derecho de sociedades)⁽⁷⁾; (b) la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión, de 25 de julio de 1977 y el Código de conducta anejo a esta última⁽⁸⁾; (c) la Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979⁽⁹⁾ y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004⁽¹⁰⁾, y (d) la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición⁽¹¹⁾.

⁽⁵⁾ Arrêt du Tribunal d'Arrondissement de Luxembourg, du 8 juillet 2003, R. n.º 70846 & 79679, BIJ 2003, p. 149 (extraits), B.D.B., 2006, n.º 34, pp. 23 et ss (texte intégral).

⁽⁶⁾ Arrêt de la Cour d'appel de Luxembourg, du 12 juillet 2006, B.D.B., 2006, n.º 38, pp. 46.

⁽⁷⁾ Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976 (Segunda Directiva en Derecho de sociedades) tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, tal y como son definidas en el artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO 1977, L 26, p. 1; EE 17/01, p. 44).

⁽⁸⁾ Recomendación 77/534/CEE de la Comisión, de 25 de julio de 1977, por la que se establecer un Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios (DO L 212, p. 37; EE 06/02, p. 15).

⁽⁹⁾ Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores (DO L 66 de 16 de marzo de 1979).

⁽¹⁰⁾ Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 390 de 31 de diciembre de 2004).

⁽¹¹⁾ Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142 de 30 de abril de 2004).

Sobre la base de los argumentos de *Audiolux*, y considerando que la jurisprudencia comunitaria anterior no resolvía el punto de derecho controvertido⁽¹²⁾, la *Cour de cassation* de Luxemburgo decidió suspender el curso de las actuaciones en el procedimiento principal y plantear al Tribunal de Justicia las cuestiones prejudiciales siguientes⁽¹³⁾:

“1) Las referencias a la igualdad de los accionistas y, más concretamente, a la protección de los accionistas minoritarios, que figuran:

a) en la segunda Directiva sobre sociedades 77/91 [...] en sus artículos 20 y 42; b) en la Recomendación [77/534], en su “tercer principio general” y en su “decimoséptima disposición complementaria”; c) en la Directiva 79/279 [...], en su anexo esquema C, punto 2, letra a), reproducido en la Directiva [2001/34]; d) en la Directiva 2004/25 [...], en su artículo 3, apartado 1, letra a), a la luz de su octavo considerando.

¿Se derivan de un principio general del Derecho comunitario?

2) En caso de respuesta afirmativa a la primera cuestión, ¿debe dicho principio general de Derecho comunitario aplicarse únicamente en las relaciones entre una sociedad y sus accionistas o, por el contrario, se impone igualmente en las relaciones entre los accionistas mayoritarios que ejercen o adquieren el control de una sociedad y los accionistas minoritarios de esa sociedad, especialmente en el caso de una sociedad cuyas acciones se cotizan en una bolsa de valores?

3) En caso de respuesta afirmativa a las dos cuestiones anteriores, teniendo en cuenta el desarrollo en el tiempo de las referencias contenidas en la primera cuestión, ¿debe considerarse que dicho principio general de Derecho comunitario existe y que se impone en las relaciones entre los accionistas mayoritarios y minoritarios en el sentido de la segunda cuestión, desde antes de la entrada en vigor de la Directiva 2004/25/CE, antes citada, y, en el presente asunto, desde antes de que se produjeran los hechos litigiosos en el primer semestre del año 2001?”.

II. LA INEXISTENCIA DE UN PRINCIPIO GENERAL DE IGUALDAD DE LOS ACCIONISTAS SEGÚN EL TRIBUNAL DE JUSTICIA

En la sentencia *Audiolux*, el Tribunal de Justicia constató que el análisis de las disposiciones enunciadas por la *Cour de cassation* luxemburguesa no permitía estable-

(12) En esencia, a tenor del antiguo artículo 234 TCE y conforme a la jurisprudencia comunitaria, un tribunal nacional frente a cuyas decisiones no existe posibilidad de recurso está obligado a someter una cuestión prejudicial al Tribunal de Justicia con vistas a la interpretación de actos comunitarios a menos que considere que la jurisprudencia comunitaria anterior resuelve el punto de derecho controvertido o que la aplicación correcta del Derecho comunitario se impone con una evidencia tal que no deja lugar a ninguna duda razonable. Véase, en este sentido, STJCE de 6 de octubre de 1982, *Cilfit e.a.*, 283/81, Rec. 1982 p. 3415.

(13) Cass. Lux., 21 février 2008, *BIJ*, 2008, p. 93.

cer, de manera concluyente, la existencia de un principio general de igualdad de trato de los accionistas en los términos pretendidos por la demandante en el litigio principal. El Tribunal de Justicia consideró que, más allá de las disposiciones específicas que plasmaban el principio de igualdad de los accionistas en situaciones bien determinadas, ningún otro principio general podía ser alegado y servir de fundamento jurídico a las pretensiones de Audiolum. A título liminar, recordó además que, conforme a la jurisprudencia, la mera circunstancia de que el Derecho comunitario derivado contenga disposiciones relativas a la protección de los accionistas minoritarios no basta para determinar la existencia de un principio general, fundamentalmente si su ámbito de aplicación se circunscribe a derechos claramente definidos y ciertos⁽¹⁴⁾.

En esencia, el Tribunal de Justicia dividió su razonamiento en dos partes. En primer lugar, procedió a una revisión pormenorizada de las distintas citas normativas señaladas con el objetivo de constatar si efectivamente podía admitirse, a partir de ellas, un principio a favor del trato paritario de los accionistas en los supuestos de toma de control de una sociedad. Habiendo concluido sobre lo anterior en la negativa, el Tribunal de Justicia analizó, en segundo lugar, si la interpretación que defendía la demandante podía ser acogida como expresión del principio (genérico) de igualdad de trato reconocido por la jurisprudencia en muchas otras áreas comunitarias.

a) El Derecho comunitario derivado como manifestación de la existencia del principio general de igualdad de los accionistas

Por lo que respecta, en primer lugar, a la Directiva 77/91/CEE, el Tribunal de Justicia consideró que había de entenderse que, si bien su artículo 42 establecía que era necesario que las legislaciones de los Estados miembros garantizaran y armonizaran los principios de trato igualitario a los accionistas que se encontrasen en condiciones idénticas en una sociedad, dicho principio había de aplicarse, a tenor de la propia directiva, en situaciones claramente específicas que no guardaban ninguna relación con la situación controvertida en el asunto de autos. En efecto, el Tribunal de Justicia señaló que la finalidad de la directiva era la de establecer una serie de requisitos destinados a proteger a los accionistas y acreedores de las sociedades anónimas esencialmente en los supuestos de aumento y reducción de su capital. Por esta razón, la regla inherente a la igualdad de trato de los accionistas prevista en el artículo 42 de la Directiva 77/91/CEE no podía interpretarse más allá de estos casos particulares, so pena de privar de efecto útil a otras disposiciones de la misma directiva, entre ellas, aquéllas que permiten limitar el derecho de suscripción preferente en el marco del aumento de capital⁽¹⁵⁾. De manera similar, tratándose de la Directiva 2004/109/CE, el Tribunal de Justicia apuntaló que, según indica su propia rúbrica, ésta reducía su

(14) Véase la Sentencia *Audiolum*, apartado 34.

(15) Véase, a este respecto, la STJCE de 18 de diciembre de 2008, Comisión c. España, aparts. 32 y 33, y RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A.R., “El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 274, 2009, p. 1469-1498, y TAPIA HERMIDA, A., “La supresión de derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas y una cuestionable modificación legal”, *Revista de Sociedades*, núm. 33, 2009, p. 237-264.

ámbito a los requisitos de información para las emisiones cuyas acciones se admiten a negociación en un mercado regulado⁽¹⁶⁾.

Por otro lado, respecto a la Recomendación 77/534/CEE y el Código de conducta europeo, si la demandante hacía valer que ambos documentos reflejaban un amplio consenso entre los Estados miembros de la Unión Europea sobre la paridad de trato que había de concederse a los accionistas minoritarios en caso de transferencia de una participación de control y que esta voluntad había de ser respetada, a tenor de la propia redacción del Código de conducta europeo, incluso en los casos no cubiertos expresamente por una disposición nacional o comunitaria complementaria, el Tribunal de Justicia consideró que ninguna disposición o principio de la Recomendación o del Código establecía dicha obligación en términos absolutos y vinculantes. En este sentido, rechazó el argumento de la demandante según el cual, de conformidad con el Código de conducta europeo, había de asegurarse una igualdad de trato a todo tenedor de valores mobiliarios emitidos por la misma sociedad y de la misma naturaleza, fundamentalmente en todo acto que implique, directa o indirectamente, la transferencia de una participación que permita un control de una sociedad cuyos valores mobiliarios se negocien en el mercado. Según el Tribunal de Justicia, tales disposiciones reconocían solamente que era “deseable” la protección de los accionistas minoritarios⁽¹⁷⁾. Por otro lado, el Tribunal de Justicia señaló que el hecho de que la Recomendación 77/534/CEE reconociese que, en el momento de su adopción, los principios del Código de conducta se asentaban en un amplio consenso entre los Estados miembros carecía de pertinencia a los efectos de su interpretación⁽¹⁸⁾.

Finalmente, respecto a la Directiva 2004/25/CE y, en particular, a su artículo 5, que se presenta bajo la rúbrica “Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo”, el Tribunal de Justicia constató que, incluso si esta última disposición establece, en esencia, que una persona física o jurídica, que posea valores de una sociedad que le confieran un porcentaje determinado de derechos de voto en ella y le otorguen su control, está obligada a presentar una oferta con el fin de proteger a los accionistas minoritarios de dicha sociedad, ello no significaba que tal mecanismo proviniese de un principio general de Derecho comunitario. Los considerandos de la Directiva no permitían sustentar tal argumento, tal y como afirmaba la demandante, y tampoco podía concederse, a la luz de los mismos, que la Directiva 2004/25/CE era, en realidad, un proyecto continuador del Código de conducta o las otras directivas antes señaladas. Finalmente, el Tribunal de Justicia añadió que el derecho de compra forzosa, previsto en el artículo 6 de la Directiva 2004/25/CE, se

(16) Véase Sentencia *Audiolux*, precitada, apartado 41.

(17) Véase Sentencia *Audiolux*, precitada, apartado 45.

(18) Véase Sentencia *Audiolux*, apartado 46. Nótese que el *Tribunal d'arrondissement* de Luxemburgo destacó en su sentencia de 8 de julio de 2003, precitada, que si bien el Código de Conducta había sido publicado en el *Mémorial* del Estado (Boletín Oficial) y formaba parte del denominado *Manuel de la Bourse de Luxembourg*, ello no le otorgaba fuerza obligatoria. Véase también, a este respecto, la STJCE de 13 de diciembre de 1989, Grimaldi, C-322/88, Rec. 1989 p. 4407.

aplicaba solamente a situaciones específicas, lo cual, no permitía aceptar la interpretación propuesta por Audiolux.

Sobre la base de todo lo anterior, el Tribunal de Justicia concluyó que no podía convenirse que el Derecho comunitario derivado pusiese de manifiesto la existencia de un principio general de igualdad de los accionistas como el planteado por el juez nacional luxemburgués en su cuestión prejudicial.

b) La protección de los accionistas como extensión particular del principio general de igualdad de trato

Además del análisis textual descrito en los apartados precedentes, el Tribunal de Justicia consideró que había de examinarse, a mayor abundamiento, si el principio de igualdad de trato reconocido por la jurisprudencia en otras áreas comunitarias podía en sí mismo dar lugar a una obligación particular para el accionista dominante en favor de otros accionistas minoritarios en los supuestos de toma de control. Tal principio establece, conforme a la jurisprudencia constante, que toda situación comparable no debe ser tratada de manera diferente, y que diferentes situaciones no deben ser tratadas de manera similar, salvo que exista una justificación objetiva⁽¹⁹⁾.

Sin embargo, el Tribunal de Justicia estimó que la adopción de una interpretación acorde con las tesis de la demandante conllevaba una ponderación de los intereses de los accionistas minoritarios y los de los accionistas dominantes y que ello solamente podía realizarse mediante la adopción de actos de carácter legislativo y mediante la fijación anticipadamente de normas precisas y pormenorizadas. El Tribunal de Justicia apuntaló además que los principios generales de Derecho comunitario son de rango constitucional, categoría en la que no había de incluirse el principio que hacía valer Audiolux.

Todas las razones anteriores llevaron al Tribunal de Justicia a considerar que el principio que propugnaba Audiolux no podía ser considerado un principio general autónomo de Derecho comunitario. El Tribunal de Justicia respondió a la *Cour de cassation* de Luxemburgo en los términos siguientes: “el Derecho comunitario no contiene ningún principio general de Derecho según el cual los accionistas minoritarios estén protegidos por la obligación del accionistas dominante que toma el control de una sociedad o que lo ejerce de ofrecer a aquéllos la posibilidad de comprar sus acciones en condiciones idénticas a las convenidas con ocasión de la toma de una participación que confiera el control del accionista dominante o que lo refuerce”.

⁽¹⁹⁾ Véase, entre otras, la STJCE de 11 de julio de 2006, Franz Egenberger, C-313/04, Rec. p. I-6331, apartado 33 y jurisprudencia citada.

III. SOBRE POR QUÉ NO HA DE RECONOCERSE JURISPRUDENCIALMENTE UN PRINCIPIO GENERAL DE IGUALDAD DE LOS ACCIONISTAS CON OCASIÓN DE LA TOMA DE CONTROL DE UNA SOCIEDAD

El fallo del Tribunal de Justicia ha de ser bienvenido, en la medida en que responde acertadamente, a nuestro juicio, a los desafíos que entrañaba la tesis de Audiolux tanto desde el punto de vista del Derecho de sociedades como desde el punto de la construcción constitucional de la Unión Europea.

A título de principio, cabe destacar que ninguna de las disposiciones a las que hace referencia la *Cour de cassation* de Luxemburgo en su petición de decisión prejudicial establecía una consecuencia jurídica similar a la pretendida por Audiolux en el procedimiento principal. De modo que no parece que la conclusión del Tribunal de Justicia, después de su análisis casuístico, pudiera haber dado lugar a una interpretación diferente. En particular, tanto la sentencia como las conclusiones del Abogado General coinciden en apreciar que las disposiciones comunitarias invocadas por la demandante se encontraban destinadas a regular situaciones específicas del Derecho societario, imponiendo obligaciones para la protección de accionistas, y no manifestando, por el contrario, la existencia de un principio general de igualdad de trato para los accionistas minoritarios.

Así, por lo pronto, el Tribunal de Justicia distingue con criterio entre la igualdad que rige en las relaciones entre la sociedad y los accionistas (igualdad “interna”), y la igualdad que ha de regir en las relaciones entre los propios accionistas (igualdad “externa”)⁽²⁰⁾. Es precisamente la aplicación del principio de igualdad a las relaciones externas la que se presenta como controvertida⁽²¹⁾.

Este es el sentido que ha de guardarse igualmente por lo que se refiere a la discrepancia aparente que existe entre la posición del Tribunal de Justicia y la solución acogida por el legislador español con ocasión de la adopción de la Ley 3/2009, de modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, en particular su artículo 50 bis. Se trataría, en efecto, de una mera apariencia, puesto que los supuestos de los que parten la sentencia Audiolux y el artículo 50 bis de la LSA son distintos. La primera analiza la exigencia de esa paridad de trato en las relaciones entre accionistas. Se trataba de exigir a quien ha comprado a un accionista significativo su participación a un determinado precio, que extienda idéntica oferta a los demás accionistas. Por el contrario, el artículo 50 bis de la LSA analiza un deber de la propia sociedad, que

⁽²⁰⁾ Véase, en este sentido, MUCCIARELLI, F.M., “Equal treatment of shareholders and European Union law”, *European Company and Financial Review*, n.º 7, 2010, p. 162, y DE CORDT, Y., *L'égalité entre actionnaires*, Bruylant, 2004.

⁽²¹⁾ Nótese que, a pesar de la invitación del abogado general en sus conclusiones, el Tribunal de Justicia tampoco se pronuncia sobre la existencia de un principio de igualdad “interna”.

deberá traducirse en los acuerdos correspondientes que, afectando a accionistas que se encuentren en condiciones idénticas, deberán ofrecerles un mismo trato⁽²²⁾.

Por lo que se refiere a la Recomendación 77/534/CE, puede señalarse que, en efecto, es jurisprudencia constante del Tribunal de Justicia que, salvo si, de su naturaleza particular, puede extraerse que una recomendación dada produce efectos obligatorios, los particulares no pueden invocarla, en principio, ante el juez nacional como fuente creadora de derechos. A este respecto, hay que destacar que las recomendaciones, a tenor del antiguo artículo 249, párrafo quinto, del Tratado CE, no tienen fuerza vinculante, y son adoptadas, por lo general, por las instituciones comunitarias cuando, con arreglo a los Tratados, no se hallan facultadas para adoptar actos obligatorios, o cuando consideran que no es oportuno dictar disposiciones más vinculantes. Esta disposición intenta respetar así las competencias que corresponde a los Estados miembros, sin perjuicio de la aplicación de las restantes disposiciones del Tratado y en el marco de la cooperación entre los Estados miembros cuya organización se confía a la Comisión. A este respecto, el hecho de que hayan transcurrido más de veinticinco años desde la adopción de la recomendación, tal y como sugería Audiolux, carecía de relevancia en lo relativo a su alcance jurídico.

Merece especial atención, por otro lado, el argumento de Audiolux en cuanto a la existencia de un principio de igualdad de trato de los accionistas con ocasión de la toma de control en una sociedad cotizada fundado en la *mandatory rule* del artículo 5 de la Directiva 2004/25. En efecto, ha de reconocerse cuanto menos que esta disposición introdujo efectivamente la obligación de todo accionista que haya adquirido el control de una compañía de lanzar una OPA obligatoria. Ello encontraba a su vez su fundamento en que la nueva disciplina de las OPAs apunta a una clara finalidad de tutela de los accionistas. Como ha señalado la doctrina, lo que se pretende es que ante un supuesto de cambio de control, el principio de paridad de trato cobre vigencia y permita a todos los accionistas participar de forma igual y proporcional a su participación en la ganancia que acarrea la aceptación de la OPA. Es evidente que de no imponerse la obligación de la oferta pública, dicho cambio quedaría limitado al acuerdo entre el titular del control saliente y aquél que lo adquiere, con lo que el primero sería el gran beneficiario de esa transacción y los demás accionistas, meros observadores⁽²³⁾.

(22) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *La igualdad de trato de los accionistas, ¿un principio general?*, conferencia impartida en la Academia de Jurisprudencia y Legislación el día 9 de marzo de 2010, donde destacó que “estamos ante un principio que obliga a la sociedad y que opera sólo en las relaciones de naturaleza societaria que ésta pueda establecer con sus accionistas; la igualdad de trato a la que se refiere el art. 50 bis LSA no afecta a terceros o a las relaciones entre accionistas, lo que sí sucede, por el contrario, con la determinación de ese principio en la legislación de los mercados de valores. El presupuesto fundamental del que parte la aplicación del art. 50 bis LSA es la desviación del principio mayoritario a través de la adopción de acuerdos que son arbitrarios por dar lugar a un tratamiento discriminatorio que carece de justificación”.

(23) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *La armonización disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas*, 2006, pág. 17, disponible en <http://eprints.ucm.es/5624>.

Sin embargo, como indica el Tribunal de Justicia, no puede convenirse que el mecanismo específico previsto en la Directiva 2004/25 derive de un principio general de Derecho comunitario. Precisamente, la alusión en el primer considerando de esta directiva a la necesidad de coordinar la normativa de los Estados miembros en materia de protección de accionistas, y en particular, el respeto al trato paritario de todos los accionistas, es indicativo de que no existía, antes de su adopción, un principio de igualdad como el que pretendía Audiolux. Asimismo, la aplicación directa de la norma comunitaria a un caso como el presente había de descartarse, en la medida en que los hechos tuvieron lugar antes de su entrada en vigor, y no podía asumirse tampoco, sin mediar mención expresa en su texto, una aplicación retroactiva de sus disposiciones.

Resulta interesante señalar, a la luz de los comentarios anteriores, que la cuestión que hizo el objeto de la sentencia Audiolux no se habría dado en la actualidad vista la norma de transposición de Luxemburgo de la directiva anterior. En efecto, el artículo 5 de la *Loi luxembourgeoise du 19 mai 2006*⁽²⁴⁾ adopta, en esencia, los mismos términos que el artículo 5 de la Directiva de OPAs. En particular, el umbral establecido para la activación de la obligatoriedad de la oferta es de 33,3% y su precio ha de corresponder al precio más elevado pagado por los mismos títulos para el oferente en los doce meses anteriores.

Por último, sin ánimo de trasladar el presente comentario jurisprudencial a un ámbito ajeno al del derecho de sociedades, es necesario poner en relación la sentencia Audiolux con la sentencia anterior del Tribunal de Justicia en el asunto *Mangold*⁽²⁵⁾. En efecto, fue en esta última en la que el Tribunal de Justicia reconoció la existencia de un principio general de no discriminación, en este caso por razón de edad, el cual no se encontraba recogido de manera expresa en ninguna norma comunitaria particular. Es precisamente partiendo de un razonamiento similar que Audiolux pretendía obtener la conclusión del Tribunal del Justicia de que un derecho de igualdad de los accionistas con ocasión de una toma de control existía incluso sin una norma concreta, nacional o comunitaria, que lo articulase de manera particular⁽²⁶⁾.

Sin embargo, la sentencia *Mangold* ha suscitado numerosas críticas por parte de la doctrina, que destacan, por encima de todo, que el Tribunal de Justicia, contra los deseos del legislador, amplió el ámbito de aplicación de una disposición comunitaria por su propia voluntad reconociendo un principio general de Derecho comunitario.

(24) El artículo 5 de la *Loi luxembourgeoise du 19 mai 2006 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européenne et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition* (*Mém. A*, 22 mai 2006, p. 1510) adopta, en esencia, los mismos términos que el artículo 5 de la Directiva de OPAs, precitada. En particular, el umbral para la activación de la obligatoriedad de la oferta es de 33,3% y el precio de la oferta ha de corresponder al precio más elevado pagado por los mismos títulos para el oferente en los últimos doce meses anteriores. Véase, a este respecto, SCHMITT, A., "Les offres publiques d'acquisition au Grand-Duché de Luxembourg (Loi du 19 mai 2006)", *J.T.*, 2006, págs. 445-451.

(25) STJCE de 22 de noviembre de 2005, *Mangold*, C-144/04, Rec. 2005 p. I-9981.

(26) Véase Sentencia Audiolux, precitada, apartado 63.

Según estas críticas, ello ha tenido como consecuencia una situación de considerable inseguridad jurídica.

Es por lo anterior que, como hemos podido comprobar, el planteamiento de la sentencia *Audiolux* difiere del adoptado en la sentencia *Mangold* y pone en evidencia la toma de conciencia por parte del Tribunal de Justicia sobre las repercusiones de un pronunciamiento arriesgado como el de esta última. El Tribunal de Justicia se muestra sensible además sobre la necesidad de que, en materias como las que concernía el asunto *Audiolux*, intervenga el legislador, estableciendo obligaciones precisas que definan el modo en que debe efectuarse el tratamiento de igualdad de los accionistas⁽²⁷⁾.

Finalmente, ha de destacarse que, en otros asuntos en los que el Tribunal de Justicia ha debido analizar la existencia de un principio general de igualdad de trato, su análisis ha consistido en verificar si la discriminación resultante de la vulneración de un tal principio estaba justificada objetiva y razonablemente por una finalidad legítima. Hoy en día, incluso en la hipótesis de que el Tribunal de Justicia hubiese adoptado un planteamiento similar, lo cierto es que no existe un consenso en la doctrina sobre las consecuencias que podrían derivarse del reconocimiento de un principio de igualdad de trato de los accionistas con ocasión de una toma de control.

(27) Véase las páginas 42 y 43 de la Sentencia de la *Cour d'appel* de Luxemburgo, precitada.

NOTICIAS

1. CONSULTA SOBRE EL ESTATUTO DE LA SOCIEDAD EUROPEA

A finales del pasado mes de marzo la Comisión Europea (CE) puso en marcha un proceso de consulta sobre el funcionamiento del Estatuto de la Sociedad Europea (SE). El Reglamento 2157/2001/CE entró en vigor el 8 de octubre de 2004 y conforme a su artículo 69, la CE venía obligada al cabo de cinco años a elaborar un informe sobre su aplicación y, en su caso, sobre eventuales modificaciones. Cumpliendo ese mandato la CE viene desarrollando una serie de actividades orientadas a la determinación del funcionamiento de la SE en los distintos Estados miembros. A finales del año 2009 se presentó un amplio Informe solicitado de un consultor externo que puso de manifiesto la dispar aceptación que la SE ha tenido en cada uno de los Estados [v. ERNST & YOUNG SOCIETE D'AVOCATS, *Study on the operation and the impacts of the Statute for a European Company (SE)-2008/S 144-192482. Final report 9 December 2009.* http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/se/study_SE_9122009_en.pdf.].

La propia CE indica que “*la SE ha resultado muy popular en algunos Estados miembros pero ha tenido escasa aceptación en otros*”. Destacan entre los primeros la República Federal Alemana (109 SE) y la República Checa (170 SE), en las que se ha registrado un 65% del total de 431 Sociedades Europeas registradas al 10 de septiembre de 2009.

El período de consulta que abrió la Comisión el pasado 23 de marzo y cuyo plazo de respuesta terminó el 23 de mayo de 2010 ha perseguido analizar los factores positivos y negativos en la recepción de la SE y, además, las eventuales reformas normativas que pudieran favorecer ese desarrollo.

Adicionalmente, la CE impulsó la celebración en el mes de mayo de una Conferencia Internacional cuyo programa, al igual que muchos otros materiales de interés sobre este asunto pueden encontrarse en la *web* de la Comisaría de Mercado Interior: http://ec.europa.eu/internal_market/index_en.htm.

España es uno de los Estados miembros en los que la SE ha tenido una menor acogida, puesto que hasta abril de 2009, sólo aparece registrada una SE. Las conclusiones relativas a España contenidas en el citado Informe, señalan que ello puede ser debido a la complejidad de las reglas de creación de una SE, mayor que las de una sociedad de capital española, así como por lo relativo a la participación de los trabajadores.

Juan Sánchez-Calero

2. LA REFORMA DE LA REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN POR EL REAL DECRETO-LEY 6/2010. EN PARTICULAR, EL FONDO DE TITULIZACIÓN DEL DÉFICIT DEL SISTEMA ELÉCTRICO

1. La reforma de la regulación de los Fondos de Titulización por el Real Decreto-ley 6/2010

La titulización —o también denominada “securitización”— de activos viene constituyendo, desde finales del pasado siglo *xx*, uno de los instrumentos principales del desarrollo de los sistemas financieros avanzados porque permite la movilización de créditos mediante su cesión a los denominados “vehículos de propósito especial” y su consiguiente liquidez anticipada. Estos vehículos adoptan, por lo general, la forma jurídica de patrimonios separados cuyo activo está integrado por los créditos que se les ceden y cuyo pasivo está representado por los instrumentos financieros de renta fija que emiten con cargo al activo indicado (los denominados bonos de titulización). Por ello, no resulta extraño que la regulación de los Fondos de Titulización haya experimentado en nuestro Ordenamiento un proceso de expansión y diversificación imparable desde su introducción en 1992.

En concreto, la regulación de los Fondos de Titulización en España se inicia en el año 1992 y pasa por las 4 etapas siguientes, que afectan a 4 tipos de Fondos:

a) Los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH), cuyo régimen está contenido en los artículos 5.º y 6.º de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.

b) Los Fondos de Titulización de Activos (FTA), cuyo régimen genérico está contenido en la Disposición Adicional Quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, y desarrollado por el RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización y por la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización (ver nuestro estudio sobre “Los Fondos de Titulización de Activos y sus Sociedades Gestoras. Comentario urgente del Real Decreto 926/1998”, en esta *RDBB* núm. 77, 2000, pp. 119 y ss.).

c) Los Fondos de Titulización de Activos derivados de la Moratoria Nuclear (FTAMN), regulados en el apartado núm. 7 de la disposición adicional séptima de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico y en el RD 2202/1995, de 28 de diciembre (ver nuestra noticia sobre la “Nueva regulación de los Fondos de Titulización de activos resultantes de la moratoria nuclear por la Ley 54/1997 del sector eléctrico”, en esta *RDBB* 68, 1997, pp. 1427 y ss.).

d) Los Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial (FTPYME), regulados en el artículo 53 de la Ley 49/1998 y en la Orden PRE/3/2007 de 10 de enero (ver el Estudio que coordinamos sobre “La titulización de créditos a PYMES en Iberoamérica. Estudio comparativo de la titulización de créditos

procedentes de la financiación de las pequeñas y medianas empresas en Iberoamérica”, Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, Madrid 2007).

En este contexto, el Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo (publicado en el BOE núm. 89, del martes 13 de abril de 2010 y convalidado por Resolución de 20 de abril de 2010 del Congreso de los Diputados, publicada en el BOE núm. 99, del sábado 24 de abril de 2010) introduce tres modificaciones relevantes en la regulación de los Fondos de Titulización que afectan:

a) A los FTPYME, permitiendo que los fondos derivados de este tipo de titulización puedan destinarse a financiar activo circulante de las PYMES, lo que “debe redundar en un más fácil acceso al crédito para esta finalidad” (apartado IV del Preámbulo). En consecuencia, el artículo 13 —que está incluido dentro del Capítulo III, que comprende las “Medidas de apoyo a las PYMES”— modifica el último párrafo del artículo 57.1 de la Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010, permitiendo la reinversión en activo circulante de la liquidez captada mediante dichos FTPYME.

b) A los FTH, permitiendo que estos Fondos aparezcan como titulares de todo tipo de bienes y, en particular, de bienes inmuebles en el Registro de la Propiedad. Para ello, se añade un nuevo párrafo en el apartado 2 de la Disposición Adicional Quinta de la Ley 3/1994.

c) A los FTA, creando un nuevo Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico en los términos que desarrollamos a continuación.

2. Regulación del Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico

Según decimos, el artículo 21 del Real Decreto-ley 6/2010 se ocupa de la “cobertura financiera de eventuales desfases temporales por desajustes en las liquidaciones de las actividades reguladas en el sector eléctrico” y, para ello, modifica la Disposición Adicional 21.^a de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del sector eléctrico, que pasa a titularse: “Suficiencia de los peajes de acceso y desajustes de ingresos de las actividades reguladas del sector eléctrico”.

Este precepto legal ha sido objeto de desarrollo reglamentario por el Real Decreto 437/2010, de 9 de abril, por el que se desarrolla la regulación del proceso de titulización del déficit del sistema eléctrico (publicado en el BOE núm. 96, del miércoles, 21 de abril de 2010).

Dentro de este nuevo sistema de cobertura financiera de déficits del sistema eléctrico, se crea el Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico destinado a financiar los déficit del sistema de liquidaciones eléctrico que generarán, a favor de determinadas empresas del sector eléctrico, derechos de cobro consistentes en el derecho a percibir un importe de la facturación mensual por peajes de acceso en los años venideros hasta su completa satisfacción.

3. Estructura subjetiva del Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico

El proceso de financiación del repetido déficit eléctrico implicará a los siguientes actores:

a) Como acreedores originarios de los créditos que se cederán al Fondo aparecen las siguientes empresas del sector eléctrico, en los porcentajes establecidos legal y reglamentariamente: Iberdrola, SA; Hidrocarbónico, SA; Endesa, SA; EON España, SL, y Gas Natural SDG, SA. El capítulo VI del Real Decreto 437/2010 prevé que la CNE lleve una relación actualizada de titulares de los derechos de cobro, con indicación del importe o porcentaje que ostenten y otorga a dichos titulares un derecho de información sobre los derechos de cobro que en cada momento ostenten (artículos 14 y 15).

b) Como cesionario de aquellos créditos, el propio Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico.

c) Como sociedad gestora del Fondo, la que se designe por una Comisión interministerial, dependiente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio e integrada por representantes de dicho Ministerio y del Ministerio de Economía y Hacienda, que podrá contar con el asesoramiento de la CNE y de la CNMV. El capítulo VII del Real Decreto 437/2010 establece la creación, composición, funciones, funcionamiento, asesoramiento y forma de sufragar el coste económico de esta Comisión Interministerial (artículos 16 a 21).

d) Como avalista de los instrumentos financieros que emita el Fondo, la Administración General del Estado.

e) Como inversores adquirentes de aquellos instrumentos financieros que emita el Fondo, cualquier persona física o jurídica.

4. Composición patrimonial del Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico

El mencionado Fondo de Titulización estará integrado:

a) En su activo, por los derechos de cobro generados y no cedidos a terceros por las empresas eléctricas, que son titulares iniciales de aquellos derechos, hasta 10.000 millones de euros a fecha de 31 de diciembre de 2008 y por los derechos de cobro a que dé lugar la financiación de los déficits generados desde el 1 de enero de 2009 hasta el 31 de diciembre de 2012, cuyas características se han establecido por el Real Decreto 437/2010, cuyo capítulo II se ocupa de los “derechos de cobro y titulares iniciales”, especificando cuales son los “derechos de cobro susceptibles de cesión al Fondo de Titulización” (artículo 2), el “procedimiento para el cálculo del importe pendiente de cobro de los derechos que pueden ser cedidos al Fondo de Titulización” (artículo 3) y la identificación de los “titulares iniciales de los derechos de cobro” (artículo 4). Además, el capítulo III del Real Decreto 437/2010 (artículos 5 a 7) se ocupa del

procedimiento de “cesión de los derechos de cobro” al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico y el capítulo IV (artículos 8 a 10) especifica la composición del activo de este Fondo.

b) En su pasivo, por los instrumentos financieros que se emitan a través del proceso competitivo de selección de entidades colocadoras establecido en el capítulo V (artículos 11 a 13) del Real Decreto 437/2010.

5. Conclusión

La modificación del régimen de los Fondos de Titulización por el Real Decreto-ley 6/2010 y, en particular, la creación del Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico confirma la utilidad de estos instrumentos jurídicos para alcanzar objetivos socialmente deseables. En este caso, para coadyuvar a la recuperación económica y al empleo.

Lo anterior no obsta para constatar que, desde el punto de vista normativo, avanzamos de forma imparable hacia la teoría del caos donde la motorización legislativa va creando una intrincada selva de disposiciones cuya sola vigencia es materia de difícilísima determinación.

Alberto Javier Tapia Hermida

3. RESOLUCIÓN DE 16 DE FEBRERO DE 2010 DE LA PRESIDENCIA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES POR LA QUE SE CREA SU SEDE ELECTRÓNICA

Con fecha de 9 de marzo de 2010 y disponiéndose su entrada en vigor al día siguiente de su publicación, se ha procedido a anunciar en el Boletín Oficial del Estado la Resolución de 16 de febrero de 2010, de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se crea la sede electrónica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

De esta forma se atiende a la creación de la “sede electrónica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores” con el fin de dar cumplimiento a lo establecido en el art. 3 del Real Decreto 1671/2009, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 11/2007, de 22 de junio, y con el que de tal modo, se procede a establecer, en aras de aportar a los ciudadanos garantías de plena certeza y seguridad en su relación con los servicios públicos, la sede electrónica en el ámbito de los procedimientos y trámites enumerados en los anexos I y II del Acuerdo de 15 de septiembre de 2006, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación con la

adaptación del Sistema CIFRADO/CNMV a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida.

Así pues, y a efectos de promover un régimen de identificación, autenticación, contenido mínimo, protección jurídica, accesibilidad, disponibilidad y responsabilidad, se instauran para tal ámbito de aplicación como medios disponibles para los ciudadanos a través de las redes de telecomunicaciones:

- Para la gestión electrónica, la dirección electrónica de referencia de la sede (<https://sede.cnmv.gob.es>).
- Para la gestión presencial, las oficinas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en sus sedes de Madrid y Barcelona, conforme a las competencias definidas en sus normas reguladoras, y sin perjuicio del acceso a través de los registros regulados en el art. 38 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común.
- Para la atención telefónica, el tfno. 902180772 en relación con la administración y atención técnica a los ciudadanos en la utilización de las aplicaciones y sistemas que sustenta la sede; el tfno. 902149200 en referencia a los procedimientos de consultas y reclamaciones de los inversores; y el tfno. 915851500 para la tramitación de cualquier otro tipo de consulta.
- Para la formulación de quejas y sugerencias en relación con el contenido, gestión y servicios ofrecidos en la sede, la presentación presencial o por correo postal ante el Registro General de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (c/ Miguel Ángel, núm. 11, 1.ª planta, Madrid y c/ paseo de Gracia, núm. 19, 4.ª planta, Barcelona), o la presentación por Internet, mediante la dirección electrónica <https://sede.cnmv.gob.es> y en el trámite habilitado para este específico fin.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

4. GRAN BRETAÑA: INFORME PARLAMENTARIO EN MATERIA DE OPAS

El pasado 6 de abril de 2010 el *Business, Innovation and Skill Committee* de la Cámara de los Comunes, hizo público un Informe titulado *Mergers, acquisitions and takeovers: the takeover of Cadbury by Kraft*, en el que plasma el resultado de las diversas audiencias y de la información manejada y formula unas conclusiones que son de lectura más que recomendable, no ya por lo que implican para la futura regulación de las OPAs, sino por su conexión con algunos de los problemas esenciales que

plantea, en términos políticos, el control de las grandes sociedades cotizadas y las posibilidades de su adquisición (el texto completo del Informe puede consultarse en: <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200910/cmselect/cmbis/234/23402.htm>).

La lectura del indicado documento da la impresión de que la OPA formulada por Kraft sobre Cadbury se vio especialmente condicionada por un hecho concreto —la confirmación del anunciado cierre de una factoría en Somerdale, tras haber insinuado que podría seguir operando— que atrajo la atención inmediata sobre todo por su incidencia laboral, mientras que el problema de fondo era que la suerte de la empresa británica y de todos los intereses con ella vinculados estaban en manos de determinados accionistas institucionales. Este segundo aspecto es el que impulsa el movimiento reformador que afecta al Parlamento y Gobierno británico actuales y que lleva al Comité redactor del Informe a animar a sus sucesores —como es conocido, ya se han convocado elecciones en el Reino Unido— a continuar con la investigación iniciada. Basta con acudir a las *Conclusions and recommendations* (pp. 28-31), que terminan de la siguiente forma:

“19. The takeover of Cadbury by Kraft has highlighted a number of important issues in respect of the way in which foreign takeovers of UK companies are conducted. It has been the catalyst for a wider debate, both in Government and in the City, about how takeovers are conducted. In highlighting the Kraft takeover of Cadbury, we have contributed to that debate which now needs to continue, and with urgency. Time does not allow us to consider the wider proposals for reform in detail but it is clear that the Companies Act 2006 has not resolved these major issues in corporate governance. We urge our successor Committee to consider this Report as a starting point from which to conduct a detailed inquiry into these important issues and into the role of shareholders and managers of companies more generally. Recent experience of the behaviour of boards and shareholders in situations ranging from the fall of RBS to the Kraft acquisition of Cadbury indicate that it is time to reconsider many aspects of corporate governance. (Paragraph 76)”.

No debe ser ignorada tan autorizada recomendación para que se proceda a la revisión profunda de un modelo de gobierno corporativo que ha influido de manera decisiva en muchos otros ordenamientos y mercados europeos, comenzando por los españoles. El desarrollo de la operación ha dejado un amargo regusto también entre los parlamentarios británicos con respecto a la actuación de Kraft, a la que se dirigen numerosas advertencias para que cumpla con sus promesas sobre el futuro de Cadbury bajo su control, como forma de recuperar, según señala el Comité, su perjudicada reputación en el Reino Unido. Más allá de esas observaciones, las conclusiones que deben ser destacadas son, en primer lugar, las que contraponen una visión de la empresa de acuerdo con intereses realizables a corto plazo. Es lo que se titula *Short-termism in decision-making* y que se describe de la siguiente forma:

“15. We are deeply concerned by reports that the takeover of Cadbury by Kraft was ultimately decided by institutional investors motivated by short-term profits rather than those investors who had the company’s long-term interests at heart. As a

template for takeovers, this is not in the interest of UK companies or the UK economy. (Paragraph 62).

16. We welcome the Government's focus on the issue of 'short-termism' in decision-making on the future ownership of UK companies, and its efforts to engage with institutional fund managers as part of the process. However, we are sceptical about the extent to which informal engagement alone can instigate any fundamental change in institutional shareholder behaviour, in particular where there are financial incentives for fund managers and others to act in the short term. (Paragraph 63)".

En segundo lugar, no extrañará que esa preocupación lleve a recibir de buen grado el anuncio de la revisión del régimen de las OPAs, sobre el que se encuentra en curso el proceso de consulta iniciado el pasado mes de febrero. Debe destacarse que también el Parlamento británico subraya que esa reforma no debe ser vista como un deslizamiento hacia un mayor proteccionismo:

"17. We welcome the fact that the Government is considering a review of the rules and legislation governing takeovers in the United Kingdom. We also welcome the current consultation by the Takeover Panel on its City Code on Takeovers and Mergers. Such consideration of the underlying issues must not be seen as protectionism against foreign takeovers but as seeking to ensure that all takeover activity, whether entirely domestic or by foreign companies, is conducted in the interests of the UK economy. (Paragraph 69).

18. While we have not taken sufficient evidence at this stage to enable us to come to a view on the merits or otherwise of extending the powers of intervention by the Secretary of State, we strongly believe that this issue should be considered as part of the wider debate on takeover regulations. (Paragraph 75)".

El último punto a resaltar es el debate sobre el fortalecimiento de los supuestos en los que el Gobierno puede intervenir ante una OPA, o como lo formula el Informe, el *Public interest test*. La posición del Secretario de Estado Lord Mandelson fue rotunda en contra de nuevos supuestos de intervención:

"73. Lord Mandelson remained unconvinced that providing Government with the power to intervene in the public interest was either necessary or desirable. He feared that:

in those circumstances a government's judgment and intervention could be too exposed to political lobbying and short-term populist pressures which are unable to make an assessment of long-term growth and value that might come from the move. It might give rise to capricious decision-making of one sort or another, depending on the ministers and their official advisers, and it can lead to a loss of transparency and a loss of predictability which at the moment makes the current UK regime open to investors from which, I just underline, we benefit a great deal.

In his Mansion House speech, Lord Mandelson added that "Britain benefits from inward investment and an open market for corporate control internationally. A political test for policing foreign ownership runs the risk of becoming protectionist and protectionism is not in our interests".

Aunque ese criterio pareció ser compartido por el Comité, no dejó por ello de recomendar un debate futuro y específico al respecto:

“74. Any reform of takeovers in the United Kingdom has to recognise that foreign direct investment is of great benefit to the UK economy. We agree with the Secretary of State that an extension of his powers to intervene would come with a risk that the takeover process would be determined by political lobbying rather than economic fundamentals. However, we believe that the Government should consider how other countries act to protect key national assets while at the same time retaining a liberal investment climate. In particular, it should consider how aspects of Research and Development which are in the United Kingdom’s national interest may be protected in the event of foreign ownership”.

La reforma de la disciplina británica de las OPAs, bajo la influencia del cercano resultado electoral, permitirá comprobar si el que ha sido el mercado de control europeo más abierto sucumbe al proteccionismo o si, a pesar de los riesgos que esa opción conlleva desde un punto de vista político, mantiene su perfil actual.

Juan Sánchez-Calero

5. REAL DECRETO-LEY 5/2010, DE 31 DE MARZO. PROLONGACIÓN DE LA DISPOSICIÓN ADICIONAL ÚNICA DEL RDL 10/2008. PROTECCIÓN DE CIERTAS EMPRESAS DESPATRIMONIALIZADAS

Dentro de la legislación de parcheo que viene apareciendo en España desde el reconocimiento de la crisis financiera internacional, iniciada a principios de 2008 en Europa e incluso antes en los Estados Unidos, se hace preciso dar noticia de un nuevo capítulo del serial.

Llegado el 1 de enero de 2010 reaparecieron los temores de los administradores de las empresas que habían gozado de la cobertura del RDL 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas. Y es que para la mayoría de las sociedades capitalistas españolas que, como es de todos conocido, cierran cuentas anuales a 31 de diciembre de cada año, una vez pasada la fecha del 31 de diciembre de 2009 sus administradores habían quedado privados del escudo protector transitorio con que les había acorazado el legislador a fines del año 2008 mediante el citado RDL 10/2008.

A mi juicio no puede entenderse que desde el 1 de enero de 2010 empezara a contar automáticamente el plazo de dos meses para convocar junta general de disolución, ya que, de un lado, las cuentas anuales cerradas a 31 de diciembre de 2009 sí están bajo la protección del mencionado RDL 10/2008 y, de otro lado, no puede

exigirse que los administradores formulen un balance de situación diario para conocer el estado contable de la compañía, que les hubiera de llevar a conocer al día siguiente, el 1 de enero de 2010, la existencia de las pérdidas patrimoniales agravadas desencadenantes de la causa de disolución forzosa contemplada en los artículos 260.1.4 LSA y 104.1.e) LSRL. Por ello, entiendo que el plazo de los dos meses que tienen los administradores de las sociedades incursas en pérdidas patrimoniales agravadas para convocar Junta General de Accionistas de disolución [artículos 260.1.4 y 262.5 LSA y 104.1.e) y 105.5 LSRL), comenzaría a contar desde el cierre de cuentas a 31 de diciembre de 2010 o desde que se formule un balance de situación, cualquier balance de situación, a lo largo del año 2010, por lo que lo normal sería que con un primer balance trimestral de comprobación y voluntario a 31 de marzo de 2010 se hubieran de detectar esas pérdidas y comenzaría a contar el citado plazo.

El problema para los administradores podía estar en que también es posible interpretar que, al formularse las cuentas anuales de 2009, antes del 31 de marzo de 2010 los administradores conocerán la situación contable de la sociedad y si bien esas cuentas anuales de 2009 gozan de la protección podría interpretarse que, a salvo de que se hubiese producido un vuelco en la situación contable de la sociedad, sí comenzaría a computarse el plazo bimensual a partir de entonces, porque la situación contable a 1 de enero de 2010 no sería distinta sustancialmente de la existente a 31 de diciembre de 2009.

Esta compleja situación que acabo de dibujar, condujo a que desde el sector inmobiliario se empezase a reclamar al Gobierno, a comienzos de 2010, la aprobación de una prórroga del RDL 10/2008 al menos para todo el ejercicio social 2010 (*Vid.* diario *Expansión*, 26 de febrero de 2010, www.expansion.com. Esa prórroga por un año fue reclamada también desde la doctrina por parte de GARCÍA RUZ, M., “Y además, los administradores responsables”, diario *Sur*, enero 2010, http://www.garrigues.com/esp/comunicacion/publi_02_02.aspx?idIndice=13248). Y de hecho, el Gobierno, en un documento síntesis de los denominados “acuerdos de Zurbano” (<http://imagenes.publico.es/resources/archivos/2010/3/25/1269541011877Propuesta%20Zurbano.pdf>) para buscar salidas a la crisis económica, enumeró, el 25 de marzo de 2010, como acuerdo 7, “la prolongación para 2010 de la regla transitoria prevista en el RD-Ley 10/2008, sobre cómputo de pérdidas en los supuestos de reducción obligatoria de capital social en la S.A. y de disolución en las S.A. y S.R.L.”, previsión recibida críticamente en la doctrina económica, por considerar que ello es una medida de protección de las empresas zombis (descapitalizadas) que les permite seguir operando incluso sin un plan de viabilidad (Así, el reputado economista GARICANO, L., “Envidia de Irlanda”, diario *Expansión*, 2 de abril de 2010, p. 51).

A los pocos días de publicarse el antes citado documento de síntesis de los “acuerdos de Zurbano” y toda vez que los mismos no se llegaron a plasmar en un documento firmado por los Partidos Políticos que tomaron parte en las reuniones del Palacio de Zurbano en Madrid, el Gobierno aprobó el Real Decreto-Ley 5/2010, de 31 de marzo, por el que se amplía la vigencia de determinadas medidas económicas de carácter temporal, en cuyo artículo 1, se prorrogó el RDL 10/2008 en lo que aquí respecta.

Al objeto de dar una primera noticia del citado precepto considero interesante destacar los siguientes aspectos del mismo:

a) Lo primero que llama la atención es que para un precepto de tres líneas y media la especie de Exposición de Motivos del RDL 5/2010 dedica veintitrés líneas y media a su explicación (y ello siendo muy estricto, puesto que esas veintitrés líneas y media son las que componen el segundo párrafo, que, en realidad, se remite también al primero, compuesto, a su vez, de seis líneas y media, lo que haría un total de treinta y un líneas para justificar tres y media). Lo cierto es que si se leen con detalle los dos primeros párrafos antes citados, y sobre todo se tiene además en cuenta la realidad socioeconómica en que todos los españoles vivimos y los antecedentes de la nueva norma plasmados en las reclamaciones empresariales antes citadas, se aprecia que la causa de la prórroga es bien sencilla: la crisis que había en 2008 y que motivó la reforma de diciembre de ese año se mantiene en la actualidad (de hecho el Gobierno sigue hablando de “la reciente evolución de la actividad económica internacional”, exactamente igual que lo hacía en 2008, aunque también es cierto que en el primer párrafo del RDL 5/2010 se refiere a la crisis a secas, cuando en 2008 lo había hecho a la crisis financiera, quizás reconociendo indirectamente, y pienso que tal vez sin quererlo o traicionándole el subconsciente, que nuestra crisis de 2010 ya no es sólo la financiera internacional de 2008), con lo que la mayoría de las empresas que se beneficiaron de la reforma de 2008 no han conseguido en estos dos últimos pasados ejercicios sociales, cerrados a 31 de diciembre de 2008 y a 31 de diciembre de 2009, repatrimonializarse. Sostiene además el Gobierno que tuvo que aprobar la norma bajo la forma de Real Decreto-Ley por la extraordinaria y urgente necesidad derivada de “recientes datos de la evolución financiera”, cuando, en realidad, hacía ya meses que se veía que las dificultades de 2008 no se habían salvado en 2009, por lo que, a mi juicio, más bien la urgencia vino motivada por la tardanza en la adopción de una decisión normativa que debió haberse tomado antes, para así haber respondido a un adecuado cultivo de la ciencia de la legislación, como seguidamente se verá, y para evitar la inseguridad jurídica que en el ínterin del 1 de enero al 1 de abril de 2010 se generó así como incluso después de esa fecha, según también expondré de seguido.

b) En segundo lugar también llama la atención el lenguaje empleado por el legislador en el citado artículo 1 del RDL 5/2010, pues emplea la expresión “se renueva sin solución de continuidad y a todos los efectos legales”, de escasa, por no decir nula, raigambre en nuestra legislación, cuando debiera haberse hecho uso, a mi juicio, de una expresión mucho más clásica como sería la de se prorroga —de hecho, es la que se utiliza, por ejemplo, en el artículo 2—, pues la vigencia de las leyes no es que se renueve es que se prorroga. De hecho, ya a efectos contractuales se diferencia entre la prórroga, que es la continuación de un contrato, y la renovación, que es el nacimiento de una relación contractual nueva, en línea con el significado de prórroga —continuación de algo por un tiempo determinado— y renovación —acción de renovar, en cuanto que reestablecer o reanudar una relación u otra cosa que se había interrumpido— que nos da el Diccionario de la Real Academia en su vigésima segunda edición. El problema es que en este caso quizás el legislador entendió que podía generar problemas interpretativos hablar de prórroga, toda vez que en la mayoría de los casos,

cuando se aprobó la reforma el 31 de marzo de 2010, se había ya cerrado el último ejercicio social al que se había aplicado la reforma de 2008 (el ejercicio social cerrado a 31 de diciembre de 2009), lo que podría dar lugar a entender que quedaría un período (del 1 de enero de 2010 al 1 de abril de 2010, fecha de entrada en vigor de la reforma de 2010, publicada en el BOE el 1 de abril de 2010 y en vigor desde el día de su publicación, según la disposición final segunda RDL 5/2010) en el que se habría de aplicar el régimen general de la LSA y de la LSRL, situación que el legislador quiso evitar con esa renovación “sin solución de continuidad y a todos los efectos legales”. Se trata, por tanto, en realidad, de prorrogar con efectos retroactivos el régimen transitorio instaurado en diciembre de 2008 para que el mismo en lugar de aplicarse durante dos ejercicios sociales se aplique en cuatro ejercicios sociales, pero ello se hizo tarde y mal por el Gobierno, que debió haber adoptado la prórroga, para haber actuado correctamente en términos jurídicos, antes del 31 de diciembre de 2009, con lo que entonces sí podría haber hablado de prórroga sin necesidad de buscar subterfugios léxicos para renovar con efectos de prórroga retroactiva, todo un verdadero galimatías jurídico.

c) Ya respecto del fondo de la reforma de 2010, hay dos cuestiones en las que me quiero detener:

c1) El contenido de la reforma de 2008 no se altera, por lo que vale todo lo que ya he expuesto en su momento acerca del RDL 10/2008 en esta materia (*Vid. RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., “Últimas modificaciones de la responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital en pérdidas”, La Ley, núm. 7156, 2009, www.laley.es*). Quiero destacar que, por ejemplo, se insiste en que no hay alteración del régimen contable, lo que quiere decir que las pérdidas por deterioro seguirán luciendo en las cuentas anuales de las sociedades de capital que las padezcan, pero dichas pérdidas transitoriamente no acarrearán las consecuencias que cualesquiera otras pérdidas contables supondrán para las restantes sociedades de capital y sus administradores.

c2) El período de tiempo al que se corresponde la prórroga-renovación es el de “los dos ejercicios sociales que se cierran a partir de la entrada en vigor del presente Real Decreto-Ley”, expresión que se corresponde literalmente con la empleada en su día en el RDL 10/2008, lo que revela que el legislador quedó muy satisfecho con la misma y genera el renacimiento de los mismos problemas interpretativos que he dejado planteados al analizar el citado RDL 10/2008, sólo que ahora interpretados desde el día 1 de abril de 2010.

Así, el nuevo régimen jurídico de exoneración de responsabilidad de administradores de sociedades incursas en pérdidas patrimoniales agravadas tiene una vigencia temporal prorrogada predeterminada, pues se aplica exclusivamente a los dos ejercicios sociales que se cierran a partir de la entrada en vigor del RDL 5/2010, pero sin solución de continuidad respecto del precedente RDL 10/2008. Dicha entrada en vigor tuvo lugar, conforme a su disposición final segunda que ya antes he referido, el mismo día de su publicación en el BOE, esto es, el día 1 de abril de 2010. Por tanto, si se trata de sociedades que, como ocurre en la mayoría de los casos en España, cierran cuentas a 31 de diciembre de cada año, el nuevo régimen jurídico se aplicará, a la vista de lo

expuesto, a las cuentas anuales cerradas a 31 de diciembre de 2010 y a las futuras cuentas anuales que se cerrarán a 31 de diciembre de 2011.

Dado que la entrada en vigor de la prórroga tuvo lugar el 1 de abril de 2010 podría plantearse la duda de qué ocurrió con las pérdidas detectadas en unas cuentas cerradas antes de esa fecha y después del 31 de diciembre de 2009. Considero que tales cuentas anuales también quedan protegidas por el régimen excepcional bien por el amparo de la expresión “sin solución de continuidad”, bien por considerar que esas cuentas anuales serían, en todo caso, las segundas cerradas a partir de la entrada en vigor de la reforma legal de 2008.

Ahora bien, se mantiene, a mi juicio, un problema interpretativo respecto de las pérdidas detectadas en el ejercicio 2010 antes del cierre de cuentas, que debe llevar a plantearse si es posible una aplicación en cierto modo retroactiva de la renovación. A estos efectos es preciso recordar que la doctrina y jurisprudencia dominantes toman como *dies a quo* de la obligación de los administradores de la sociedad despatrimonializada de convocar Junta General de disolución la fecha en que detectaron o hubieron de detectar (conforme a la diligencia a ellos exigida por el artículo 127 LSA) las pérdidas patrimoniales agravadas y, por ello, se debe estar, por ejemplo, a un balance trimestral de comprobación, o a un balance redactado a cualesquiera otros efectos que arrojen dichas pérdidas. De esta forma, si una sociedad de capital cierra el ejercicio social a 31 de diciembre de 2010 y durante dicho ejercicio social de 2010 detectó pérdidas patrimoniales agravadas, por ejemplo, en un balance trimestral de comprobación de 31 de marzo de 2010, cabe interpretar que sería de aplicación el RDL 5/2010 con efecto limitadamente retroactivo al ejercicio 2010, de modo que si dichas pérdidas se encontrasen dentro del ámbito objetivo de aplicación de la disposición adicional única del RDL 10/2008 objeto de este análisis los administradores que no hubiesen cumplido con lo exigido en la legislación de sociedades de capital en materia de convocar Junta General de disolución o de instar, en su caso, la disolución judicial, no habrían incurrido en responsabilidad. Es más, con arreglo a esta interpretación habría que defender que si se hubiese iniciado un procedimiento judicial de exigencia de responsabilidad a los administradores en el supuesto de hecho anterior antes de la entrada en vigor del RDL 5/2010 (sólo sería posible en el caso de pérdidas detectadas antes del 31 de enero de 2010 y demanda anterior al 1 de abril de 2010, para que hubiesen transcurrido los dos meses de desencadenamiento de la responsabilidad) dicho procedimiento judicial habría quedado sin objeto y la demanda debería ser desestimada, entiendo que sin imposición de costas al demandante *ex* artículo 394 LEC, y si no se hubiese iniciado aún dicho procedimiento judicial ya no se podría iniciar en el futuro pues los acreedores quedaron privados de tal acción desde el citado 1 de abril de 2010. Esta interpretación es la que se puede considerar más defendible a tenor de la literalidad del artículo 1 del RDL 5/2010, que se refiere a su aplicación en ejercicios sociales, no en la fecha de cierre de ejercicios sociales determinados, y además satisface la aplicación retroactiva de una norma sancionadora que es más beneficiosa para los sancionados, los administradores (argumento conforme a los artículos 9.3 CE y disposiciones transitorias primera y tercera CC), así como se ve corroborado por esa búsqueda de ausencia de solución de continuidad.

Para concluir con el tratamiento de la transitoriedad de la prórroga de la reforma y la incidencia del factor tiempo en la sucesión de regímenes jurídicos diferentes en esta materia entiendo que es también de interés analizar, desde esa perspectiva temporal, qué sociedades de capital son las destinatarias del nuevo régimen prorrogado. Dado que la nueva norma de 2010 no discrimina, este régimen especial se aplica tanto a las empresas ya constituidas en la fecha de su entrada en vigor como a aquellas que se constituyan durante su período de vigencia, que llegará como máximo a un ejercicio social que se cierre antes del 1 de abril de 2012. Soy de la opinión de que aquí no es posible acudir a una aplicación literal del artículo 1 del RDL 5/2010, que pudiera llevar a pensar que se aplicará en adelante en los dos primeros ejercicios sociales de cualquier sociedad de capital constituida después del 1 de abril de 2010, de modo que, por ejemplo, una sociedad constituida el 2 de enero de 2012 se beneficiaría de la reforma en los ejercicios sociales cerrados a 31 de diciembre de 2012 y a 31 de diciembre de 2013. Entiendo que esta última interpretación chocaría con la clara voluntad de vigencia transitoria y limitada en el tiempo de la prórroga de la reforma.

Daniel Rodríguez Ruiz de Villa

6. SOBRE LAS NUEVAS EXIGENCIAS DE ESTRUCTURA ORGANIZATIVA Y PROCEDIMIENTOS DE CONTROL INTERNO REQUERIDAS A LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y A LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

Mediante la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se han venido a establecer una serie de nuevas exigencias que, teniendo como plazo para su debida adaptación la fecha de 31 de diciembre de 2010, afectan a la estructura organizativa y a los sistemas y procedimientos de control interno, tanto de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (en adelante, S.G.I.I.C.), como de las sociedades de inversión que no hayan encomendado su gestión, administración y representación a una S.G.I.I.C. (en adelante, sociedad de inversión).

De esta forma, se procede a concretar uno de los principios rectores del mercado de valores sobre uno de sus operadores, dado que en función de la citada disposición normativa se tiende a proyectar en la norma reguladora de las S.G.I.I.C., y las sociedades de inversión, la exigencia de un conjunto de requerimientos en aras de imponer la profesionalidad de los intermediarios que actúan en el mercado de valores y que corriendo a cargo de sus respectivos Consejos de administración en cuanto a su responsabilidad para su implantación, mantenimiento y supervisión, permiten ser sistematizados a efectos de procurar su adecuada exposición y análisis, en la observancia de las

distintas pretensiones de organización interna buscadas. Así pues, estas nuevas exigencias de estructura organizativa y procedimientos de control interno requeridos a las sociedades gestoras de institución de inversión colectiva y a las sociedades de inversión permiten ser examinadas contemplando la siguiente clasificación:

I. Requisitos dirigidos a garantizar que el personal, agentes y apoderados de las S.G.I.I.C., y las sociedades de inversión cumplan con las obligaciones que la normativa del mercado de valores les impone. Efectivamente, esta pretensión resulta contemplada desde el art. 3 en sus aptdos 1.a) y b), y 4.g), h) y k) de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, mediante el requerimiento de las siguientes obligaciones:

- De disponer de los medios humanos y técnicos adecuados en relación con la naturaleza, volumen y complejidad de las actividades realizadas y de las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas, garantizando una adecuada segregación de funciones dentro de la organización, especialmente de las funciones de gestión, administración y control.
- De detentar una estructura organizativa adecuada y proporcionada a la naturaleza, volumen y complejidad de sus actividades y de las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas.
- De establecer unas políticas y procedimientos que regulen la actuación de los miembros del consejo de administración, empleados, representantes y apoderados recogidos en un reglamento interno de conducta.
- De instaurar políticas y procedimientos relacionados con el sistema retributivo y de fijación de incentivos de los miembros del Consejo de administración, empleados, representantes y apoderados, así como políticas y procedimientos de comunicación interna que aseguren que el personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y de la normativa que debe de aplicarse a sus funciones.
- De fijar políticas y procedimientos que permitan controlar las actividades y relaciones con los agentes y apoderados en cumplimiento de sus normas.

II. Requisitos para asegurar políticas, mecanismos y procedimientos de control interno y ello desde la observancia de las exigencias contempladas en el art. 3. 4, de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre por las que se tienden a requerir a las S.G.I.I.C., y las sociedades de inversión:

- Políticas y procedimientos administrativos y contables adecuados para garantizar el correcto registro contable de las operaciones realizadas y de las solicitudes de suscripción y reembolso de las participaciones o la adquisición y enajenación de acciones de las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas, la realización de conciliaciones de los activos de las Instituciones de Inversión Colectiva custodiadas por el depositario, así como para el establecimiento de mecanismos de confirmación y liquidación de las operaciones realizadas para las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas y la iden-

tificación, evaluación y resolución de forma inmediata de las incidencias, errores e incumplimientos de la normativa aplicable.

- Procedimientos, criterios y fórmulas para el cálculo del valor liquidativo de las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas.
- Políticas y procedimientos de valoración de los activos.
- Políticas y procedimientos de control interno, así como de identificación, evaluación y seguimiento continuo de los riesgos asumidos por la Institución de Inversión Colectiva gestionada como por la propia S.G.I.I.C., y la sociedad de inversión.
- Políticas y procedimientos de selección de los intermediarios financieros que intervienen en las operaciones contratadas por las S.G.I.I.C., y las sociedades de inversión.
- Política y procedimientos de operaciones vinculadas que garanticen que se realizan en interés exclusivo de las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas y a precios o condiciones iguales o mejores que las del mercado.
- Políticas y procedimientos de comunicación externa a partícipes y accionistas, al depositario de las Instituciones de Inversión Colectiva, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o a cualquier otra entidad con la que la gestora tenga relación.
- Políticas y procedimientos que permitan garantizar que la disposición de activos se hace con el consentimiento del depositario.
- Políticas y procedimientos relacionados con la gestión de los riesgos asociados a la delegación de funciones.
- Políticas y procedimientos para detectar anomalías en las funciones de custodia y administración del depositario respecto de los activos de la Institución de Inversión Colectiva.
- Políticas y procedimientos relacionados con el funcionamiento del departamento o servicio de atención al cliente, comercialización de participaciones o acciones de la Institución de Inversión Colectiva, para la prevención del blanqueo de capitales, la reducción del riesgo derivado de la interrupción inesperada de funciones esenciales, en el ámbito de la seguridad de la información, para garantizar la conservación de la justificación documental de los controles exigidos, sobre el ejercicio de derecho inherentes a los valores integrantes de las carteras de los fondos de inversión, así como sobre cualesquier otra política y procedimientos que fuesen necesarios para el mejor cumplimiento de las obligaciones de control interno.

III. Requisitos establecidos en función de la observancia de otras actividades desarrolladas por las S.G.I.I.C., y ello puesto que:

- Cuando se trate de una S.G.I.I.C., autorizada para realizar las actividades de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluyendo

las pertenecientes a fondos de pensiones y fondos de capital riesgo, asesoramiento sobre inversiones y custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión, o en su caso, de las acciones de la sociedad de inversión, se tenderá a requerirles el cumplimiento adicional de las normas de conducta que resultan contempladas en los arts. 70 ter, 70 quáter, 78, 78 bis, 79, 79 bis, 79 ter y 79 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (art. 3.5 Circular 6/2009, de 9 de diciembre).

- Cuando se trate de una S.G.I.I.C., que administre Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre, Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre, o ambas, así como Sociedades de Inversión de Capital Variable (en adelante S.I.C.A.V.), de inversión libre y S.I.C.A.V., de Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre, se les vendrá a exigir el cumplimiento adicional de los requisitos de control interno establecidos en la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 3.6 Circular 6/2009, de 9 de diciembre).
- Cuando se trate de una S.G.I.I.C., que administre Instituciones de Inversión Colectiva de carácter inmobiliario, se le procederá a demandar el cumplimiento adicional de lo dispuesto en el art. 26 de la Orden de 24 de septiembre de 1993 (art. 3.6 Circular 6/2009, de 9 de diciembre).

IV. Requisitos dirigidos a la corrección de deficiencias en la organización administrativa y contable, o debilidades en los sistemas de control interno de las S.G.I.I.C., y las sociedades de inversión. Estas exigencias se contemplan desde la legitimación otorgada por el art. 3.7 de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que, en el caso de concurrir tales circunstancias, pueda exhortar a las S.G.I.I.C., y las sociedades de inversión para que se doten de los medios suficientes para el ejercicio de sus actividades.

V. Requisitos conducentes a la creación y mantenimiento de unidades independientes de gestión de riesgos, de cumplimiento normativo y de autoría interna. Así pues, y sin perjuicio de permitírsele a la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión que pueda constituir una única unidad atendiendo a la naturaleza, volumen y complejidad de las actividades de las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas, el sistema de organización y funcionamiento requerido por las secciones 3.^a, 4.^a y 5.^a de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre se configura mediante la exigencia de:

- Una unidad de gestión de riesgos, al que corresponderán las funciones de establecimiento, aplicación y mantenimiento de los procedimientos adecuados de gestión del riesgo que permitan determinar los riesgos derivados tanto a nivel de las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas como de cada instrumento financiero en el que se materialicen sus carteras de inversiones de acuerdo con el índice de riesgo global aprobado por el Consejo de administración de la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión y sin perjuicio de que la S.G.I.I.C., o la sociedad de gestión pueda delegar el desempeño de aquellas actividades cuando resulte proporcionado en función de la naturaleza, volu-

men, y complejidad de sus operaciones y tal mandato esté sujeto a los requisitos y limitaciones establecidos en el art. 9 de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre.

- Una unidad de cumplimiento normativo dirigida al desempeño de los cometidos vinculados al establecimiento, aplicación y mantenimiento de procedimientos adecuados para detectar y corregir el incumplimiento de las obligaciones impuestas por las normas que resulten de aplicación a la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión, y ello desde las facultades conferidas en el art. 5.1.b) y de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, el sistema de organización previsto en el art. 5.1.a) de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, y sin perjuicio de que la propia S.G.I.I.C., o la sociedad de gestión pueda delegar el desempeño de aquellas actividades cuando resulte proporcionado en función de la naturaleza, volumen, y complejidad de sus operaciones y tal mandato esté sujeto a los requisitos y limitaciones establecidos en el art. 9 de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre.
- Una unidad de auditoría interna vinculada a las tareas de elaboración y mantenimiento de un plan de auditoría, la supervisión del correcto funcionamiento de los procedimientos y sistemas de control interno implantados por la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión, el deber de informar periódicamente al Consejo de administración de la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión sobre el resultado de los trabajos realizados, así como la función de elaborar anualmente un informe sobre el resultado de sus actividades que será remitido al Consejo de administraciones de la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión, y enviado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con carácter general, por vía telemática mediante el sistema CIFRANDOC/CNMV aprobado por acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 15 de septiembre de 2006, u otro similar, de acuerdo con los requerimientos técnicos establecidos en cada momento, dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio. Además, desde el art. 8 de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, nuevamente se vuelve a permitir para esta unidad la facultad de delegación de funciones cuando resulte proporcionado en función de la naturaleza, volumen, y complejidad de sus operaciones y tal mandato esté sujeto a los requisitos y limitaciones establecidos en el art. 9 de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre.

VI. Requisitos orientados a la creación de manuales internos a efectos de vigilar las políticas y procedimientos de control interno. Así pues, la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión deberán de contar con unos manuales internos que debiendo de estar aprobados por el órgano de la administración de la S.G.I.I.C., o la sociedad de inversión, y teniendo además que estar permanentemente actualizados, tendrán que comprender el detalle de las políticas y procedimientos de control interno recogidos en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y sus disposiciones de desarrollo, y especialmente en la comentada Circular 6/2009, de 9 de diciembre.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

7. DOCTRINA JURISPRUDENCIAL SOBRE PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS: LA SENTENCIA DE LA SALA PRIMERA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 22 DE DICIEMBRE DE 2009

1. Antecedentes: La jurisprudencia de las Audiencias Provinciales sobre productos financieros complejos

En la primera década del presente siglo XXI, las entidades de crédito de nuestro país han desarrollado una intensa actividad de comercialización entre su clientela de productos financieros complejos, entendiéndose por tales los depósitos bancarios estructurados cuya rentabilidad estaba referenciada a determinados índices bursátiles o a la cotización de ciertas acciones, los contratos de permuta financiera de tipos de interés o tipos de cambio, así como los contratos de comercialización de bonos emitidos por bancos extranjeros o de participaciones en fondos de inversión de alto riesgo. Estos productos se comercializaron, en muchos casos, a través de la red de oficinas bancarias entre clientes carentes de la información imprescindible para comprender los riesgos implícitos en dichos productos; falta de información real de la que, con frecuencia, adolecían los empleados encargados de la venta de aquellos productos. Por ello, cuando la crisis financiera internacional convirtió en siniestros los riesgos latentes de aquellos productos y los clientes perdieron todo o parte de la inversión, interpusieron demandas contra las entidades de crédito comercializadoras.

Los procedimientos que originaron aquellas demandas han culminado, en los dos últimos ejercicios, con Sentencias declarativas de la nulidad de aquellos contratos y condenatorias de las entidades que han dictado otras tantas Audiencias Provinciales que van marcando una jurisprudencia coherente en la materia. En este sentido, podemos mencionar las Sentencias de la Sección 3.^a de la AP de Jaén de 27 de marzo de 2009 y de la Sección 1.^a de la AP de Álava de 7 de abril de 2009 (v. sobre estas Sentencias nuestra noticia sobre “Jurisprudencia de Audiencias Provinciales sobre responsabilidad de los bancos por falta de información adecuada en la comercialización de instrumentos financieros complejos”, en esta *RDBB* núm. 115, 2009, pp. 236 y ss.).

Esta jurisprudencia menor se ha completado con varias resoluciones, entre las que podemos destacar:

a) La Sentencia núm. 544/09, de 4 de diciembre de 2009, de la Sección 19.^a de la Audiencia Provincial de Barcelona que desestima el recurso de apelación interpuesto contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 53 de Barcelona de 13 de octubre de 2008 y declara que Banco Banif incumplió su deber de información y le condena al pago de los daños y perjuicios ocasionados a su cliente.

b) La Sentencia núm. 25/2010, de 27 de enero de 2010, de la Sección 5 de la Audiencia Provincial de Oviedo que estima parcialmente el recurso de apelación interpuesto contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 6 de Oviedo de 9 de julio de 2009 y declara la nulidad de sendos contratos de permuta financiera suscritos con Banesto, con los efectos restitutorios pertinentes.

c) Por último, cabe citar la Sentencia núm. 40/2010, de 2 de marzo de 2010, del Juzgado de Primera Instancia núm. 87 de Madrid que condena a Bankinter a restituir la inversión efectuada e indemnizar a determinados inversores con sus intereses por incumplimiento de sus deberes de información en la comercialización de determinados instrumentos financieros (bonos emitidos por bancos islandeses y productos del grupo emisor Lehman).

Pues bien, en este contexto, la Sala Primera de lo Civil de nuestro Tribunal Supremo ha dictado la Sentencia de 22 de diciembre de 2009 (Ponente, el Presidente de la Sala, Juan Antonio Xiol Ríos, RJ 2010/703 y La Ley núm. 7380) que desestima los recursos extraordinarios por infracción procesal y de casación interpuestos por la Caja Rural del Mediterráneo contra la Sentencia de la Sección 9.ª de la Audiencia Provincial de Valencia de 14 de noviembre de 2005 que confirma. Sentencia ésta que declaró la nulidad de diversos contratos bancarios y condenó a aquella entidad de crédito a restituir a cada afectado la inversión inicial, junto con los intereses.

2. El supuesto de hecho litigioso de la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009

Según consta en el “resumen de antecedentes” del Fundamento de Derecho Primero de la Sentencia, la Caja Rural de Valencia comercializó, a partir del mes de marzo de 1999, 24 ediciones sucesivas de las llamadas imposiciones a plazo atípicas entre sus clientes. En las diecinueve primeras no se plantearon problemas, pero en la 20 a la 24, ambas inclusive, comercializadas el año 2000, los clientes tuvieron pérdidas que afectaron al capital invertido.

En primer lugar, procede describir las características esenciales del producto financiero complejo que fue objeto del litigio y que se reflejó mediante un documento, que contenía un clausulado preestablecido por la Caja y constaba de dos hojas: a) Una primera hoja en la que constaban, entre otros extremos, la denominación de “Contrato de Depósito de Alta Rentabilidad” y las condiciones particulares donde se identificaba el nominal invertido, la fecha de apertura y la fecha de vencimiento (a poco más de tres meses), el período de liquidación y la remuneración, que tenía el tramo corto de 1,5% fijo, y luego el 5% para el período de los tres meses. Además, se hacía constar, en letra mayúscula de la misma tipografía que el resto del documento, la siguiente advertencia: «capital no garantizado según condiciones anexo». A continuación, se reflejaban las condiciones generales “en una letra tan pequeña que se lee con dificultad” (según dice la Sentencia) y se referían también a otros productos muy distintos al contratado. b) En la segunda hoja se reflejaban las “Condiciones Particulares Adicionales del Contrato de Imposición a Plazo Fijo ‘Depósito Alta Rentabilidad’”, entre las que se incluían dos cláusulas que especificaban, respectivamente, los tipos de interés sucesivos (1,5% y 5%) que devengaría la imposición y una eventual retribución o comisión a favor de la Caja depositaria, a aplicar sobre el capital depositado y liquidar con valor de la fecha de vencimiento, cuya exigibilidad y cuantía vendría condicionada por la posible caída de cotización de las acciones de diversas entidades emisoras identificadas en el contrato. Estas caídas de cotización de las acciones de referencia en cada caso —que condi-

cionaban la eventual retribución o comisión a favor de la Caja— se describían de forma notablemente compleja en dos tramos, según el descenso entre el momento de inicio de la imposición y de cierre de la misma fueran iguales o inferiores al 20% o superiores a este porcentaje. A mayor abundamiento, se establecían reglas adicionales —igualmente complejas— para el cálculo de la posible comisión a aplicar en función de la depreciación de cada una de las acciones en el período analizado y se hacían constar los valores expresados en euros más altos y más bajos de cotización de las acciones tomadas como referencia, “al objeto de que el inversor tenga en cuenta el nivel de riesgo que asume”.

En segundo lugar, es pertinente describir el proceso de comercialización de aquel producto financiero. Dice la Sentencia, en su Fundamento de Derecho Primero, que aquel producto se ofreció y contrató de modo indiscriminado en las distintas oficinas que la Caja tiene en la provincia de Valencia, que se encargó al director de cada oficina la contratación, que en la mayoría de los casos no se explicó a los clientes la particularidad de este producto, en cuanto no era una imposición a plazo típica, pues se podía perder parte o todo el capital, que los clientes eran jubilados, agricultores etc., con una mentalidad muy conservadora, poco amigos de asumir riesgos y que siempre venían contratando imposiciones a plazo fijo típicas. De tal manera que muchos clientes, por no decir casi todos, no leían el contenido del contrato y se fiaban de lo que les decía el director, limitándose a firmar, creyéndose que se trataba de una renovación más de un plazo fijo que ya tenían, ajenos totalmente al riesgo de pérdida que existía, puesto que no se les había advertido. El texto era difícil de entender para personas que no tuvieran una mínima preparación financiera.

Cuando pasaron los tres meses previstos en cada contrato, se hizo la liquidación del mismo y se pagaron los intereses convenidos; pero, como la caída en la cotización de las acciones a que estaba ligado el depósito fue más elevada de lo esperado, se generaron las denominadas comisiones a favor de la Caja y ello afectó a la devolución del capital, con el consiguiente porcentaje de pérdida según las ediciones (que fue desde el 3,63% hasta el 14,77%). Al recibir los clientes el documento donde constaba el cargo correspondiente a la pérdida se sorprendieron, ya que no lo esperaban, al creer que era un plazo fijo, como siempre, y en ningún caso el capital podría verse afectado, y fueron a protestar a las distintas oficinas visiblemente enojados.

Ante la presión de muchos clientes, que se sentían engañados —añade la Sentencia que “no quiere decir esto que otros no fueran debidamente informados y decidieran libremente o ellos se informaran y tomaran la decisión que creyeron oportuna en su momento”— la Caja les ofreció el llamado «Anexo II» para comprar las acciones, esperar a que subiera la cotización y venderlas para recuperar la pérdida, quedando las acciones a nombre de la Caja en depósito de la misma. También arbitró la Caja otros productos para tratar de paliar la pérdida de estos clientes que estaban tan dolidos, como por ejemplo los llamados «Depósitos Horizonte», que también algunos clientes suscribieron libremente. La evolución de la cotización de las acciones a que estaban ligados los depósitos ha sido negativa.

3. El desarrollo del conflicto jurídico

El conflicto que ha resuelto la Sentencia que comentamos ha evolucionado en las fases siguientes:

1.^a ADICAE presentó demanda contra la Caja Rural de Valencia suplicando la declaración de nulidad tanto de la cláusula que establecía la retribución o comisión a favor de la Caja de los denominados Contratos de alta rentabilidad como de los Contratos de compra de acciones y la condena a dicha Caja a devolver las cantidades invertidas por los clientes, con sus intereses.

2.^a La Caja Rural de Valencia contestó aquella demanda alegando que la documentación contractual era clara y los contratos válidos.

3.^a El Juzgado de 1.^a Instancia núm. 22 de Valencia, en Sentencia de 15 de marzo de 2005, declaró la nulidad de la cláusula señalada, así como de la presentación del contrato tal como se realizaba por falta de claridad e ilegalidad, al utilizar términos inadecuados y cobrar una comisión ilegal, produciendo error por falta de información suficiente y adecuada; ordenó el cese en esta actividad y no incidir en lo sucesivo en la misma. Sin embargo, consideró que no procedía la declaración de nulidad de los contratos celebrados subsiguientemente para paliar las consecuencias negativas de la inversión, al haber sido estos contratos libremente aceptados por los clientes dentro del ámbito de su autonomía de voluntad y, en consecuencia, desestimó la petición de nulidad respecto a los contratos de compra de acciones, depósitos horizonte y otros, si bien los tuvo en cuenta por estar relacionados, y condenó a la Caja Rural a devolver las cantidades según listado de pérdidas más los intereses legales desde la presentación de la demanda, sin hacer pronunciamiento sobre costas.

4.^a Tanto la demandante ADICAE como la demandada Caja Rural de Valencia interpusieron sendos recursos de apelación contra la anterior Sentencia.

5.^a La Sección 9.^a de la Audiencia Provincial de Valencia, en Sentencia de 14 de noviembre de 2005, desestimó el recurso de apelación promovido por la Caja Rural y estimó parcialmente el recurso de apelación formulado por la representación procesal de ADICAE. Así, confirmó el pronunciamiento declarativo de nulidad, estimatorio de la acción de cesación ejercitada, de condena a devolver las cantidades que se indicaban, y sobre costas, y añadió los siguientes pronunciamientos: a) declaración de nulidad del contenido del Anexo II al Contrato de Depósito de Alta Rentabilidad y, en su consecuencia, condena a la entidad demandada a restituir a cada uno de los afectados por la suscripción del referido Anexo el 50% del nominal de la inversión inicial que quedó afectado por el expresado documento y los intereses legales de la expresada cantidad desde la fecha de suscripción en cada caso del referido documento; b) declaración de nulidad de los contratos de compraventa directa de acciones, condenando a la entidad demandada a restituir a los adquirentes el importe del precio destinado a su adquisición y los intereses legales de la expresada cantidad desde la fecha de suscripción, en cada caso, de la orden de compra.

Según recoge la Sentencia de la Sala Primera del TS que comentamos en su Fundamento de Derecho Primero, aquella Sentencia de la AP de Valencia se fundó, en síntesis, en los siguientes criterios:

a) La normativa sobre información y transparencia en las inversiones, aun cuando no fue citada inicialmente, sin embargo fue apuntada por la actora en la demanda al describir los motivos por los que interesaba la declaración de nulidad.

b) No hay incongruencia en relación con la acción ejercitada, pues la cláusula controvertida es una condición general de la contratación y la norma aplicable no es el artículo 10 ter de la LCU, pues la sentencia ha estimado la nulidad de la cláusula por faltar a los parámetros de claridad y sencillez exigibles en aplicación del artículo 8.1 de la LCGC por referencia al artículo 10.1.a) de la LCU, cosa que determina la aplicación de la acción de cesación del artículo 12.2 de la LCGC, la cual no exige que haya indicios suficientes que hagan temer la reiteración de modo inmediato de la conducta cuya cesación se ordena.

c) La cláusula que establecía la retribución o comisión a favor de la Caja en los denominados Contratos de alta rentabilidad vulneraba, por falta de claridad y sencillez, el artículo 5.4 de la LCGC y el artículo 10.1.a) de la LCU; la información oral a que se refiere la entidad recurrente no permite constatar que se haya producido en todos los casos, ni la forma en que la misma operó; se sitúa en el anexo, que está en letra pequeña, su extensión es considerable, utiliza un lenguaje financiero específico, es de comprensión compleja para quien no se encuentra habituado al manejo de los términos lingüísticos financieros que se utilizan; utiliza indebidamente la palabra comisión para referirse a la traslación al cliente de parte de las pérdidas generadas en la compraventa de valores; dice que el importe de la imposición será abonado, cuando el capital no se garantiza; la presentación del anexo invita a su firma sin lectura; únicamente se resaltan en mayúsculas el nombre de las acciones de sociedades extranjeras a cuya evolución se vincula, la expresión depósitos de alta rentabilidad y a nombre de la Caja Rural.

d) No puede aceptarse que el error en el consentimiento sea imputable a los clientes de Caja Rural, pues teniendo presente el perfil de los consumidores afectados, éstos actuaron en la confianza del asesoramiento que recabaron de los profesionales de banca, que, actuando de buena fe, no valoraron adecuadamente el riesgo que hacían asumir a sus clientes.

e) En cuanto a la nulidad del Anexo II solicitada por ADICAE, existe vicio en el consentimiento, en contra de lo que dice la Sentencia de instancia, pues (i) el Anexo II, suscrito por la mayoría de los afectados por la E-20, implicaba enjugar el importe de la cantidad perdida —y percibida por Caja Rural— conforme a la cláusula M y, en consecuencia, siendo las condiciones del Anexo II de la misma naturaleza que las condiciones del primer anexo, y siendo el anexo posterior consecuencia del primero, se cumplen en el supuesto examinado los presupuestos de propagación de los efectos de la nulidad al acto posterior; (ii) las razones que determinan la nulidad de la condición M son igualmente extrapolables al contenido de las condiciones que integran el Anexo II (condiciones generales de la contratación predispuestas en documento impreso por la demandada a doble columna, con tamaño de letra reducido, utilización de lenguaje financiero específico...); dado el perfil de los clientes afectados resulta dudosa la afirmación de que la iniciativa contractual del Anexo II procede de los consumidores perjudicados y de su evaluación de la “evolución al alza” y de que solicitaran de

la Caja que ejercitase la opción que servía de cobertura al depósito atípico, cuando la opción fue ejecutada por Banco Cooperativo Español y Caja Rural soportó el pago a que se había comprometido; (iii) en suma, la entidad demandada omitió la diligencia que le era exigible por vulneración de los deberes de información y de transparencia que le incumbían.

f) En la compra de acciones que siguió a los contratos de Depósito de Alta Rentabilidad (i) no hubo dolo por parte de Caja Rural; (ii) pero no consta la transparencia deseable en la operación en la medida en que las acciones eran las vinculadas a la relación contractual entre Caja Rural y Banco Cooperativo Español; (iii) no consta que se diese prioridad a los intereses de los perjudicados en relación a los propios intereses de la entidad demandada, que también había sufrido pérdidas; (iv) no hubo prudencia, pues no se pensó en diversificar el riesgo; (v) no tenían información sobre el perfil de los inversores y no consta acreditado que se les mantuviera adecuadamente informados sobre la evolución de los valores, que fue negativa.

5.^a La Caja Rural de Valencia interpuso sendos recursos extraordinarios por infracción procesal y de casación.

6.^a La Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo, en su Sentencia de 22 de diciembre de 2009, que comentamos, desestimó ambos recursos por las razones que exponemos a continuación.

4. Doctrina jurisprudencial

4.1. Presupuestos: aplicación de las normas de conducta del Mercado de Valores

En general, la Circular 3/2000 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, definió las imposiciones a plazo atípicas, que comenzaron a ofrecer las entidades de crédito, junto a las imposiciones de plazo típicas, en la década de los años 90 del pasado siglo XX, como “contratos no negociados en mercados secundarios organizados, por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela, asumiendo una obligación de reembolso consistente, bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de la evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido”.

En particular, cuando una entidad de crédito comercializa productos financieros referidos al valor de unas acciones o que pueden desembocar en la adquisición de aquéllas por sus clientes, deben tenerse en cuenta las normas de conducta contenidas en el Título VII de la LMV que —según resaltaba la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo, de 11 de julio de 1998— están presididas por la obligación de dar absoluta prioridad al interés del cliente (artículo 79), lo que se traduce, entre otras, en la obligación del gestor de informar al cliente de las condiciones del mercado bursátil, especialmente cuando y no obstante la natural inseguridad en el comportamiento del mercado de valores, se prevean alteraciones en el mismo que

puedan afectar considerablemente a la cartera administrada y así, el artículo 255 CCom impone al comisionista la obligación de consultar lo no previsto y el artículo 260 dispone que el comisionista comunicará frecuentemente al comitente las noticias que interesen al buen éxito de la negociación”. Por ello, del artículo 79 de la LMV, en la redacción vigente al tiempo de producirse los hechos, resultaba que las entidades de crédito con actuación en el Mercado de Valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, debían atenerse a los siguientes principios y requisitos —que expresaba la Sentencia de apelación: a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado. b) Organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos. c) Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios. d) Disponer de los medios adecuados para realizar su actividad y tener establecidos los controles internos oportunos para garantizar una gestión prudente y prevenir los incumplimientos de los deberes y obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone. e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados.

4.2. Desestimación del recurso extraordinario por infracción procesal

La Sentencia que comentamos desestima los distintos motivos del recurso porque considera, en síntesis: a) Que la Sentencia recurrida fundó la nulidad del Anexo II del Contrato no solo en la falta de información suministrada a los clientes en relación con su perfil sino también en otros argumentos de los que dedujo que existió vicio de consentimiento, por lo que no incurrió en un reparto arbitrario de la carga de la prueba. b) Que el principio *iura novit curia* brinda al juzgador un margen de calificación de los hechos que debe conducir a una interpretación flexible del principio de congruencia, por lo que la Sentencia recurrida no incurrió en incongruencia *extra petita*. c) Que la Sentencia recurrida fundó la nulidad de determinadas cláusulas en un conjunto de argumentos relevantes de los que dedujo que existió vicio de consentimiento, por lo que no incurrió en una valoración arbitraria o ilógica de la prueba. d) Que la falta de práctica de una prueba documental en segunda instancia se basó en que la parte no interesó dicha práctica como diligencia final, por lo que no se produjo nulidad ni indefensión.

4.3. Desestimación del recurso de casación

La Sentencia que comentamos desestima los distintos motivos del recurso porque considera, en síntesis: a) Que la vulneración de determinadas normas administrativas del mercado de valores sobre transparencia derivadas del artículo 79 de la LMV no constituyeron el fundamento de la declaración de nulidad de las cláusulas contractuales, sino criterios de valoración del requisito de claridad y sencillez que exigen los artículos 5.4 de la LCGC y 10.1 de la LCU que se consideraron por la Sentencia recurrida con los efectos del artículo 6.3 del Código Civil. b) Que el ofrecimiento por la Caja de soluciones a las pérdidas sufridas por los clientes y la aceptación por su

parte no impide que se pueda apreciar vicio del consentimiento en el momento de contratar. c) Que la aceptación por los clientes de las soluciones ofrecidas por la Caja a las pérdidas sufridas implicaba la validez de los contratos iniciales que causaron dichas pérdidas y la asunción de sus resultados económicos, por lo que los efectos de nulidad de aquellos contratos iniciales deben extenderse a los posteriores. d) Que el hecho de que la Caja dejara de utilizar el clausulado litigioso en el año 2000, esto es, antes de interponerse la demanda, no impide la estimación de la acción de cesación del artículo 12.2 de la LCGC porque este precepto no exige que la conducta se esté realizando en el momento de presentación de la demanda y porque aquella acción tiene, como una de sus finalidades, prevenir conductas en el futuro.

5. Conclusión

A la vista de la Sentencia que comentamos y de acuerdo con la normativa general y de la específica del Mercado de Valores, en los pleitos que se susciten sobre comercialización de instrumentos financieros complejos, habrá que tener en cuenta, entre otros factores, los siguientes: entre qué tipos de clientes se han comercializado, distinguiendo según se trate de clientes profesionales o minoristas; qué tipo de documentación se ha entregado, con especial atención a que resulte comprensible por una persona de inteligencia y preparación media; y qué proceso de comercialización se ha seguido, determinando si los empleados de la red bancaria estaban en condiciones de explicar claramente los productos financieros complejos que vendían.

Como factor común a las distintas Sentencias que hemos señalado y, en particular, a la de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009, subyacen unos productos financieros de tal complejidad que los inversores ignoraban los riesgos implícitos, entre otras razones, porque las redes bancarias de comercialización tampoco los conocían, con lo que difícilmente podían informar de ellos a los inversores (valga como ejemplo alguna de las Sentencias señaladas en la que una Audiencia Provincial condena a un banco al comprobar, mediante la prueba testifical, que los empleados que vendieron los instrumentos financieros litigiosos desconocían su naturaleza, a pesar de que se los vendieron a los clientes demandantes con una información inexacta, p.ej., confundiendo un swap con un seguro).

En definitiva, en estos “productos financieros incomprensibles” (que podríamos identificar con el acrónimo paradójico de “PFIs”) está una de las claves de la crisis financiera desatada desde el verano del año 2007 porque, diseñados por los intermediarios para captar comisiones, los comercializaron sin advertir a sus clientes —ni conocer ellos mismos en muchos casos— de los riesgos implícitos. Y sin que las autoridades de supervisión advirtieran tales riesgos ni las agencias de rating los calificaran adecuadamente. De tal modo que se convirtieron en “bombas volantes” que fueron explotando —y siguen explotando en la actualidad— en la línea de flotación del patrimonio de los inversores que los compraron y en la línea de la solvencia de los intermediarios que los vendieron.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. SENTENCIA SOBRE EL CONSENTIMIENTO EN EL TRATAMIENTO DE DATOS PERSONALES

La Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 1.^a), de 17 de diciembre de 2009, se ocupa de la sanción impuesta a una Entidad de crédito por el tratamiento de los datos personales de un cliente. Según se señala en sus antecedentes, habiendo obtenido la Entidad los datos personales del denunciante de forma no precisada, los incorporó a su fichero de clientes y abrió una cuenta bancaria de la modalidad “*superlibreta*”, enviando al denunciante a su domicilio una tarjeta que no consta que hubiera sido solicitada por el nuevo cliente. Destaca igualmente la Sentencia que se produjeron apuntes en la nueva cuenta por concepto de “*nómina*”, de la que habría dispuesto el titular de manera que el saldo final que figuraba era de 0 euros. Formulada denuncia ante la Oficina del Consumidor, se incoó el correspondiente expediente que terminó con una multa impuesta a la Entidad por la Agencia Española de Protección de Datos (AEPD) por importe de 60.101 euros. El fundamento de esa sanción radicaba en considerar que se habían utilizado datos de carácter personal del denunciante sin contar con su consentimiento (en contra de lo que establece el art. 6 de la Ley Orgánica de Protección de Datos).

Recurrida la sanción por la Entidad, el recurso fue estimado en la Sentencia que reseñamos (con la consiguiente anulación de la resolución sancionadora de la AEPD). El razonamiento jurídico fundamental se ocupa de analizar si, en contra de lo que inspiró la sanción de la AEPD, podía entenderse que existía un consentimiento del afectado del tratamiento de sus datos personales. Invocando anteriores Sentencias de la misma Sala ésta recuerda que “el consentimiento para el tratamiento de datos no es exigible que sea expreso o escrito, pero sí que es necesario que sea inequívoco”. En relación con la cuenta corriente abierta, el Tribunal entiende que la prueba no permitía concluir una falta de consentimiento, ni siquiera ante la carencia de aportación del contrato correspondiente de apertura. Los hechos determinantes para apreciar la existencia de un consentimiento los sitúa la Sala de la Audiencia Nacional en que en esa cuenta apareciera periódicamente ingresada una nómina (cuya domiciliación permite presumir que fue autorizada por el denunciante), que además fue objeto de íntegra disposición tras su primer abono, sin que el titular de la cuenta formulara protesta alguna. A continuación, la siguiente nómina quedó ingresada sin que el titular realizara ninguna disposición de la cantidad siendo éste plenamente consciente de que había sido abonada. A partir de ese comportamiento concluye la Sala que “debe considerarse esta actitud del denunciante como de consentimiento tácito en relación al tratamiento de sus datos”.

Juan Sánchez-Calero

9. INCIDENCIA EN EL SECTOR FINANCIERO DE LAS MEDIDAS PARA EL IMPULSO DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y EL EMPLEO ADOPTADAS POR EL REAL DECRETO-LEY 6/2010, DE 9 DE ABRIL

Con fecha de 13 de abril de 2010 se ha procedido a publicar en el BOE, el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, dirigido a la aprobación de una serie de nuevas medidas identificadas tanto por su carácter de urgencia, a efectos de conseguir que resulten eficaces en la configuración de los nuevos sectores de desarrollo económico, como por la necesidad de rango legal que demandan para ordenar y orientar el proceso de recuperación en el marco de la adopción de reformas en el ámbito jurídico de la actividad económica con el objetivo de impulsar el crecimiento de la economía española y con él la creación de empleo.

De acuerdo con la finalidad expuesta, el Real Decreto-Ley aborda reformas que resultan especialmente relevantes, bien por su incidencia sobre el conjunto del sistema productivo español, bien por su peso específico en el mismo o por su relevancia en el actual momento de estabilización y recuperación y que permiten analizarse en función de los diferentes ámbitos en los que se extiende su actuación.

Así pues, en función de tal circunstancia permiten observarse en primer término, las medidas destinadas a recuperar la actividad en el sector de la construcción en las que se incluyen las reformas a adoptar en un corto espacio de tiempo para propiciar incrementos en los niveles de empleo y de actividad, así como para favorecer su recuperación por la vía del impulso fiscal; en segundo lugar las dirigidas a favorecer la actividad empresarial, tanto de una forma general a todo el sector productivo, como dirigidas al auxilio específico de las pequeñas y medianas empresas; en tercer lugar las orientadas a moderar el impacto negativo de la crisis económica sobre los ciudadanos más vulnerables, y en particular, aquellos con cargas familiares; en cuarto lugar las relativas al sector energético dirigidas a la aprobación de una serie de medidas que permitan sentar las bases sobre nuevas actividades de servicios en tal ámbito de actuación, y en quinto y último lugar, las vinculadas al ámbito del sector financiero.

Efectivamente, de esta forma y en base lo establecido en el Capítulo III, así como principalmente en el Capítulo IV del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, se han venido a establecer un conjunto de urgentes medidas de adopción ante las necesidades de encarar con la máxima eficacia la evolución de la crisis financiera en el sector del mercado financiero. La urgencia por su inmediata aprobación se debe a la necesidad de pretenderse el afianzamiento de la solvencia tanto de nuestras entidades de crédito que ya se han iniciado en este proceso, como de la recuperación de la economía, a la que está ligada la creación de nuevos puestos de trabajo y que depende del buen funcionamiento del mercado financiero.

Así pues, y ubicados en un contexto de reestructuración del sistema financiero, con el objetivo de instrumentar cauces adecuados para la protección del inversor, en primer término, desde el art. 18 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, se proceden a añadir unos nuevos párrafos tanto en el apartado 1 del art. 30 bis como en el art.

99 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, para requerir tanto la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión en determinadas ofertas de valores dirigidas al público en general que no requieran folleto y que empleen para ello cualquier forma de comunicación publicitaria, como para determinar la correspondiente sanción administrativa a imponer ante el incumplimiento del citado requisito de intervención.

Además en tales condiciones, pero con la intención de pretender clarificar el régimen aplicable a los sistemas institucionales de protección que se creen entre entidades de crédito con el objeto de garantizar la máxima seguridad jurídica de las operaciones de este tipo, desde el art. 25 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, se viene a especificar el régimen de consolidación contable, la adhesión a los fondos de garantía de depósitos, y la formalización de consultas vinculantes en el ámbito tributario.

Igualmente en el mismo contexto, pero con la pretensión de facilitar la máxima prontitud y seguridad jurídica en la reestructuración ordenada del sector, desde el art. 26 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, se procede a modificar al Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito con la intención de reducir los plazos previstos, de fortalecer los recursos de las entidades y de ajustar su regulación.

Efectivamente, y en primer término con respecto a la modificación de los plazos, se viene a establecer que el plan de actuación que asegure la viabilidad de la entidad deberá de presentarse de manera simultánea al momento en el que se informe al Banco de España de la situación de debilidad, y ello en lugar del plazo de un mes previamente establecido. Asimismo, se reduce el plazo de 1 mes, a 10 días naturales para el caso en el que sea el Banco de España el que concluya que una entidad presenta debilidades en su situación económica-financiera, y deba de presentar un plan de actuación. Igualmente, se reducen de diez a cinco días hábiles los plazos de que dispone la Ministra de Economía y Hacienda para oponerse a las propuestas realizadas por los Órganos del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria. Finalmente también, se viene a establecer que para las emisiones de cuotas participativas que realice una Caja de Ahorros que vayan a ser suscritas íntegramente por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, se prevea la sustitución de los informes a los que se refiere el Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros, por un informe del propio Fondo, lo que implica una considerable reducción de plazos.

En segundo lugar, y en alusión pues a la intención de fortalecer los recursos de las entidades, se prevé la clarificación establecida sobre el régimen de las cuotas de participaciones suscritas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria a efectos de la normativa sobre recursos propios, al establecerse que dichas cuotas serán computables como recursos propios básicos, es decir, como capital de la máxima categoría.

En tercer lugar, y en referencia a los ajustes incluidos en la regulación sobre la reestructuración bancaria ha de mencionarse el deber de procederse a la reestructuración ordenada de una entidad de crédito con intervención del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, si persistiendo en la situación de debilidad descrita por la norma, aparezcan circunstancias sobrevenidas que, a juicio motivado del Banco de

España, hagan que no sea previsible encontrar una solución viable para su situación, o se dieran alguno de los siguientes supuestos:

- Que la entidad en cuestión no presente el Plan exigido o hubiera manifestado al Banco de España la imposibilidad de encontrar una solución viable para su situación.
- Que el Plan presentado fuera inviable a juicio del Banco de España o no se aceptasen por éste las medidas incluidas.
- Que se incumpliera de forma grave por una entidad de crédito el plazo de ejecución o todas o parte de las medidas concretas contempladas en un Plan.

Igualmente, y continuándose con la intención de efectuarse los ajustes incluidos en la regulación sobre la reestructuración bancaria se viene a acordar en función de lo establecido en el art. 26 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril:

- Que el Banco de España pueda acordar tanto la sustitución provisional de los órganos de administración o de dirección de la entidad afectada así como cualesquiera otras medidas cautelares que estime oportuno al amparo de lo establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio, como la designación como administrador provisional al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, que a su vez, nombrará a la persona o personas físicas que, en su nombre ejercerán las funciones y facultades propias de esa condición.
- Que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria elabore un informe detallado sobre la situación patrimonial y la viabilidad de la entidad y que someta a la aprobación del Banco de España un Plan de reestructuración de la entidad para superar la situación de dificultad en el que se detallarán las medidas de apoyo, y que podrán ser, entre otras, de carácter financiero o de gestión.
- Que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria quede facultado para ceder total o parcialmente los depósitos en cuenta corriente o a plazo constituidos en una entidad administrada por el mismo a otra u otras entidades de crédito satisfaciendo a éstas su importe y subrogándose legalmente en la posición de sus titulares frente a la entidad cedente, sin que sea preciso el consentimiento de estos últimos.
- Que las inversiones que realice el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria en ejecución de un plan de reestructuración no esté sujeto a las limitaciones u obligaciones legales no aplicables en el caso de ayudas a cargo de los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito, incluyendo en todo caso las limitaciones estatutarias del derecho de asistencia a las Juntas Generales o del derecho a voto respecto de las acciones que dicho Fondo adquiera o suscriba, las limitaciones a la tenencia de cuotas participativas previstas en el art. 7.7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, las limitaciones a la adquisición de aportaciones al capital social de cooperativas de crédito por parte de personas jurídicas, las limitaciones que la Ley establece a la compu-

tabilidad de los recursos propios de los valores que el fondo adquiera o suscriba, así como la obligación de presentar Oferta Pública de Adquisición con arreglo a la normativa del mercado de valores.

- Que cuando el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria adquiera cuotas participativas de una Caja de Ahorros, gozará de un derecho de representación en la Asamblea General igual al porcentaje que aquéllas supongan sobre el patrimonio neto de la caja emisora.
- Que cuando el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria adquiera aportaciones al capital social de una cooperativa de crédito, su derecho de voto en la Asamblea de la misma será proporcional al importe de dichas aportaciones respecto al capital social de la cooperativa.

Por último, y con la finalidad de facilitar la operativa de los fondos de titulización, incrementado la seguridad jurídica, desde el art. 27 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, se viene a añadir un nuevo párrafo al apartado 2 de la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, para permitir que estos fondos sean titulares de los inmuebles, derechos y cantidades resultantes de los remates de la ejecución de los préstamos hipotecarios de los que son titulares como consecuencia de su titulización.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

10. LA POSIBILIDAD DE COMPRAR LOS DERECHOS DE VOTO DE LAS ACCIONES EN EL RÉGIMEN DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

A finales de abril de 2010, la Corte Suprema de Delaware se ha pronunciado entre otras materias sobre la discutida validez de la compra de los derechos de voto de las acciones de las sociedades anónimas. En el asunto que concluye la Corte Suprema, se discutía la validez de la compra de un paquete de acciones que otorgaba derechos para designar a determinados miembros del Consejo de Administración. Existía, sin embargo, una cláusula temporal de restricción de la transmisibilidad de dichas acciones, por lo que el objeto y la eficacia de la compra no era sencillo de resolver.

La jurisprudencia norteamericana, muy especialmente la de Delaware con anterioridad, ha tenido ocasión de analizar la posibilidad de transmitir los derechos de voto sobre las acciones. Además, son abundantes los estudios monográficos sobre la materia y sobre los efectos que la transmisión puede producir para el funcionamiento de las sociedades. La cuestión analizada por la Corte es la posibilidad de escindir la titularidad de los derechos económicos y políticos que concede la acción. La Corte ha con-

cluido que esta separación no es conforme con los intereses sociales y por tanto, la titularidad del derecho de voto requiere la titularidad de la acción.

La cuestión relativa a la posibilidad de celebrar negocios sobre los derechos que concede la acción puede plantearse también en el régimen societario español. El art. 158.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, en adelante LSA, prevé expresamente la posibilidad de transmitir el derecho de suscripción preferente. Sin embargo, la LSA no incluye ninguna referencia a la posibilidad de celebrar negocios sobre otros derechos que concede la acción, como el derecho de voto. Este silencio debe ser interpretado.

En relación con el ejercicio del derecho de voto hay que diferenciar los posibles supuestos. El art. 105.4 LSA prevé la posibilidad de delegación del voto. Para ello, se requiere la previsión estatutaria y está limitada a los asuntos comprendidos en el orden del día de una determinada junta. No puede confundirse la delegación del voto con la transmisión del derecho de voto. En el primer caso existe una única titularidad, que es la del accionista. La persona en que delega el ejercicio del derecho de voto es un representante del accionista, pero el interés es único y por tanto, el representante debe cumplir las órdenes que le dé el accionista. En la transmisión del derecho de voto esto no ocurre. En este caso existen dos intereses legítimos, el del accionista y el del titular del derecho de voto. Dichos intereses no tienen por qué coincidir. La LSA nada dice sobre la posibilidad de transferir el derecho de voto.

El art. 48.2 LSA, enumera el conjunto de derechos que “como mínimo” concede la acción, entre los que se encuentra el derecho de voto. Además permite que la Ley prive a ciertas acciones de alguno de los derechos enunciados. Así, en los arts. 90 a 92 LSA se regulan las acciones sin derecho de voto. La redacción de la LSA es clara. La privación de este derecho sólo puede realizarse cuando la Ley lo permita. El derecho de voto es inherente a la acción y su ejercicio es necesario para satisfacer otros derechos. Por tanto, si la acción confiere a su titular el derecho de voto no es posible que éste sea transmitido por separado a un tercero, ya que el contenido esencial de la acción se vería perjudicado.

El derecho de voto tiene carácter instrumental. No puede comprenderse si no es en relación con otros derechos económicos. Por tanto, si una persona es titular únicamente del derecho de voto no existirá ninguna finalidad ni motivo que le lleve a votar en uno u otro sentido. Desde el plano teórico podría defenderse que el criterio debería ser el “interés social”. Sin embargo, este concepto nos sitúa en la inseguridad y por tanto, no parece suficiente para resolver la incógnita.

Los problemas que pueden producirse no se limitan a lo anterior. Gran dificultad plantearía para el accionista la posterior venta de la acción cuyo derecho de voto fue previamente transmitido. Es posible anticipar que nadie estaría dispuesto a adquirir una acción cuyo derecho de voto reside en otra persona. El titular de la acción se vería así como un “prisionero de sus títulos”. Pero aun en el supuesto de que vendiera la acción, la fijación del precio resultaría complicada. Para resolver este problema podría incluirse una cláusula en el contrato de venta del derecho de voto que obligara al comprador a adquirir la acción, si con posterioridad su titular la quisiera vender.

Pero además, la transmisión del derecho de voto debería acompañarse de la transferencia o por lo menos, participación, en el derecho de información. Este derecho de

información es necesario para que el accionista pueda orientar su voto en la junta general. Cómo fijar el precio del derecho de voto y de información en el contrato de venta no sería tampoco cuestión baladí.

Las preguntas que pueden surgir son infinitas y los problemas irían incrementando con la práctica. En primer lugar, no sería fácil la documentación de la transmisión del derecho de voto. Qué forma utilizar para que produjera efectos frente a la sociedad y terceros. Sería discutible que las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones afectaran a la transmisibilidad del derecho de voto. En principio, parece que esta cláusula estatutaria no afectaría a la transmisión del derecho de voto. Sin embargo, podría abrirse la puerta a la celebración de negocios para obtener resultados que, por las cláusulas limitativas no se podrían conseguir. Tampoco quedaría claro la posibilidad de constituir derechos reales sobre el derecho de voto.

Todas estas cuestiones, los problemas que pueden producirse y la normativa sobre sociedades anónimas hacen realmente difícil la admisión de la posibilidad de transmitir por separado el derecho de voto sobre la acción.

Blanca Villanueva García-Pomareda.

11. LA INTERVENCIÓN DEL AUDITOR Y LA SEPARACIÓN DE PATRIMONIOS EN LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN

Dentro de la actividad de las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) la realidad ha acreditado cómo en muchas ocasiones se han producido situaciones irregulares y deficientes a partir de la indebida utilización de los patrimonios confiados por los clientes. La utilización indebida venía dada por la frecuente confusión (por no establecer mecanismos y registros adecuados), entre el patrimonio propio de la entidad y los confiados por los clientes, que la primera utilizaba sin autorización, en ocasiones, para operaciones realizadas por su propia cuenta.

La reforma operada en la Ley del Mercado de Valores (LMV) por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, a raíz de la incorporación de la Directiva de Servicios de Inversión provocó que se impusieran legalmente requisitos de organización, encaminados a impedir esas malas prácticas y a la protección de los instrumentos financieros y fondos confiados por los clientes. Tal es la finalidad, en concreto, establecida en el art. 70 ter, apartados 1.f) y 2.c) de la LMV, que impone determinados requisitos de organización interna a toda ESI. El primero de esos preceptos exigía una separación efectiva entre los valores e instrumentos financieros de la entidad y los de sus clientes. El segundo imponía la llevanza de registros que permitieran en todo momento comprobar esa separación e identificar los fondos correspondientes a cada cliente.

Estas medidas venían reclamadas por la experiencia registrada en la insolvencia de algunas sociedades o agencias de valores que, habiendo desembocado en situacio-

nes de insolvencia, provocaban reclamaciones masivas de los clientes y de su patrimonio que resultaban difícilmente atendibles ante la dificultad de deslindar lo que constituía el patrimonio propio de la entidad concursada (quebrada o en suspensión de pagos) y los de cada uno de los reclamantes.

El art. 70 ter.1.f) LMV indica que toda ESI deberá:

“f) Adoptar las medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida. En particular, no podrán utilizar por cuenta propia los instrumentos financieros de los clientes, salvo cuando éstos manifiesten su consentimiento expreso. Asimismo, deberán mantener una separación efectiva entre los valores e instrumentos financieros de la empresa y los de cada cliente. Los registros internos de la entidad deberán permitir conocer, en todo momento y sin demora, y especialmente en caso de insolvencia de la empresa, la posición de valores y operaciones en curso de cada cliente.

Iniciado el procedimiento concursal de una entidad depositaria de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, podrá disponer de forma inmediata el traslado a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad, de los valores depositados por cuenta de sus clientes, incluso si tales activos se encuentran depositados en terceras entidades a nombre de la entidad que preste el servicio de depósito. A estos efectos, tanto el juez competente como los órganos del procedimiento concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar al cliente titular de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta”.

Por su parte, el apartado 2.c) del mismo precepto dispone:

“c) Adoptar las medidas adecuadas, en relación con los fondos que les confían sus clientes, para proteger sus derechos y evitar una utilización indebida de aquéllos. Las entidades no podrán utilizar por cuenta propia fondos de sus clientes, salvo en los supuestos excepcionales que puedan establecerse reglamentariamente y siempre con consentimiento expreso del cliente. Los registros internos de la entidad deberán permitir conocer, en todo momento y sin demora, y especialmente en caso de insolvencia de la empresa, la posición de fondos de cada cliente”.

Al desarrollarse el nuevo régimen legal, en el art. 43 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las ESI y demás entidades que prestan servicios de inversión se contempló una intervención específica de los auditores externos de cada empresa o entidad en esta materia, exigiendo que elaboraran un Informe anual sobre la adecuación de las medidas adoptadas para cumplir con las medidas establecidas en los preceptos transcritos. Ese Informe debía ser objeto de remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en todo caso, y cuando se refiriera a la actividad de entidades de crédito, una copia del mismo debería enviarse al Banco de España. Este precepto reglamentario encomendaba a la CNMV la fijación del contenido del citado Informe y la forma y plazo de su remisión.

Completando la labor normativa en esta cuestión, la CNMV publicó a finales del año 2009 una Circular regulatoria del Informe anual del auditor sobre Protección de Activos de Clientes. La Circular 5/2009, de 25 de noviembre (BOE de 8 de diciembre de 2009), llevó a cabo esa regulación que da lugar a una relevante intervención del auditor en la verificación de aspectos de organización que deben permitir superar en futuras crisis los inconvenientes sufridos por los usuarios de servicios de inversión a partir de algo tan elemental como la imposible determinación de dónde se encontraba su patrimonio. La CNMV lleva a cabo una definición de este informe como un documento con un alcance específico, que atiende a criterios de proporcionalidad y que es independiente del Informe en el que se concreta la verificación general de las cuentas anuales de la entidad. En el Informe sobre protección de activos se exige una opinión expresa sobre los procedimientos y sistemas de control, revistiendo así al citado informe de un singular valor frente a terceros.

No debe desconocerse la dificultad que elaborar este Informe puede plantear en relación con determinadas y habituales hipótesis contractuales. Siguiendo el propio Preámbulo de la Circular, ha de llamarse la atención sobre el poder de gestión discrecional e individualizado que legítimamente puede llevar a cabo una entidad sobre la cartera del cliente por contar con un expreso mandato que le otorga un poder de disposición patrimonial. Pues bien, incluso ante estas hipótesis, ofrece la Circular una cobertura a la actuación del auditor. Terminaremos indicando que la presentación ante la CNMV debe hacerse en los cinco primeros meses del ejercicio mediante transmisión telemática.

Por ello, durante este primer semestre se producirá la primera presentación de estos Informes, llamados a tutelar los intereses de los clientes en los servicios de inversión, mediante la efectividad de la separación de patrimonios.

Juan Sánchez-Calero

12. LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES Y EL BANCO DE ESPAÑA LANZAN EL PORTAL DE EDUCACIÓN FINANCIERA www.finanzasparatodos.es

En línea con los más avanzados programas de formación llevados a cabo en Europa, así como con los principios y recomendaciones establecidos por la O.C.D. E., y la Comisión Europea y dados a los supervisores para que adopten un papel activo en el fomento de la educación financiera, se sitúa en nuestro ámbito nacional el marco del Plan de Educación Financiera puesto en marcha en 2008 por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España con la pretensión de intentar cubrir las necesidades de formación de todo el público con independencia de su nivel de cultura financiera.

Así pues, y en primer término dirigido a los estudiantes, se ha firmado un convenio de cooperación con el Ministerio de Educación que permitirá a partir del próximo curso llevar a las aulas los contenidos de la cultura financiera, en un proyecto piloto en el que participarán una treintena de institutos de todo el país.

En cuanto a la población adulta, durante este año se ha impartido un curso de cultura financiera a los mediadores de las oficinas de atención a los consumidores, gracias a un convenio firmado con el Instituto Nacional de Consumo. Además, se ha lanzado una colección de fichas impresas con los conceptos básicos de la economía familiar que se están distribuyendo en comercios y asociaciones frecuentados por la población inmigrante.

Pero además y también formando parte de estos planes de actuación, los Presidentes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España han presentado el 3 de mayo de 2010 en la sede del Banco de España el portal de Internet www.finanzasparatodos.es como medio dirigido a que todo ciudadano pueda conocer cuáles son los productos financieros que pueden estar a su alcance, y que de tal forma, pueda tomar una decisión adecuada y racional de la opción inversora o desinversora que pretenda realizar en el mercado de conformidad a sus circunstancias y necesidades. A tal efecto, mediante tal vía de comunicación informática se pretenderá:

- Mantener convenientemente informado al inversor como medio para establecer la confianza en el sistema y ello puesto que la información es necesaria para entender lo que sucede en los distintos escenarios y para poder ajustar en consecuencia las decisiones de inversión. En definitiva, el substrato de lo que se negocia en los mercados financieros es la información, y por ello es esencial establecer un medio que permita al público informarse cumplimentadamente de los productos en los que tienen la intención de invertir a efectos de su tutela y protección, dado que este adquirente o enajenante de valores negociables es quien, en definitiva, permite el funcionamiento de los mercados, porque sin su impulso de adquisición no se produciría la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, función económica esencial del sistema financiero en general.
- Mejorar la cultura financiera de los ciudadanos, no ya desde una forma académica, sino desde la explicación de un modo práctico de los asuntos relacionados con el día a día económico de las personas y familias. Así pues, mediante tal portal se procederá a difundir consejos prácticos, herramientas y calculadoras para mejorar la gestión de la economía personal, tales como diseñar un presupuesto y planificar el ahorro, atender a las necesidades económicas según las distintas etapas de la vida de los ciudadanos y conocer los principales productos bancarios y de inversión.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

13. INVESTIGACIÓN PARLAMENTARIA EN ESTADOS UNIDOS SOBRE LAS CAUSAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Se viene discutiendo desde hace meses una profunda reforma de la Regulación Financiera en Estados Unidos. La causa de esta revisión está claramente vinculada con los efectos de la crisis financiera que estalló en el año 2008. Tanto el Senado como el Congreso vienen debatiendo intensamente las líneas generales de esa reforma, para lo que se ha creado la denominada “Comisión para la Investigación de la Crisis Financiera” (*Financial Crisis Inquiry Commission*) que viene realizando distintas audiencias y elaborando documentos con ese propósito. Al principio del mes de mayo 2010, los equipos de apoyo de esa Comisión elaboraron un Informe preliminar que se adentraba en el problema del llamado Sistema bancario en la sombra. El título del documento era *Shadow Banking and the Financial Crisis* y se ha sometido a consulta pública hasta el 18 de julio de 2010 (el texto completo puede consultarse en: <http://fcic.gov/reports/pdfs/2010-0505-Shadow-Banking.pdf>).

Por Sistema bancario en la sombra se entiende el conjunto de instituciones y productos que integran una actividad “bancaria” carente de una adecuada supervisión. Se incluyen en esta categoría tanto instrumentos financieros como el papel comercial o valores basado en activos subyacentes, los acuerdos de recompra, los préstamos de valores o los derivados, pero también hay una referencia subjetiva a este Sistema Bancario en la sombra que comprende instituciones tales como los bancos de inversión, los fondos especulativos o *hedge funds*, o las compañías financieras.

Lo que señala este Informe preliminar es que este Sistema bancario en la sombra habría entrado en crisis entre los años 2007 y 2008 a través sustancialmente de lo que califica como tres episodios sucesivos. El primero habría sido la crisis de liquidez de 2007 que llevó a cabo o que determinó una primera crisis del alcance relativo que afectó sobre todo al mercado norteamericano hipotecario. El segundo episodio que habría dado lugar a lo que se denomina como una ansiedad creciente fue el desencadenante de la crisis de *Bear Stearns*, que entró en liquidación y que permitió atisbar que las causas y efectos de la crisis iban a ser más profundas. El tercer episodio es lo que gráficamente describe este Informe preliminar como “Pánico del 2008”, que sobre todo tiene que ver con la caída de *Brothers Lehman*.

En el documento que reseñamos no se formulan singulares conclusiones sino que se lleva a cabo una descripción objetiva de las situaciones vividas y de las distintas respuestas que el Gobierno dio a cada uno de los episodios que se han ido enunciando.

Sobre la base de este Informe y de las muchas audiencias que se están celebrando ante esa Comisión es previsible que se proceda a un mayor rigor en la regularización estadounidense a la hora de impedir que entidades que carecen de una adecuada solvencia puedan intervenir o contraer riesgos extremadamente elevados que, cuando llega el momento de su incumplimiento, generan una crisis del conjunto del sistema.

Juan Sánchez-Calero

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

AA.VV., “La tutela del risparmio nella riforma dell’ordenamento finanziario. Commento alla legge 28 dicembre 2005, n. 262, e ai provvedimenti attuativi”, Turin (2008).

ACERBI, G., “Una crisi finanziaria e monetaria al principio dell’età contemporanea: gli assignats, i mandats territoriaux ed il franc germinal”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.^a parte, núm. 1 (2010), p. 86.

BUZELAY, A., “Qu’en est-il des stratégies de régulation impulsées par la crise?”, en *Revue du Marché Commun et de l’Union Européenne*, núm. 531 (2009), p. 495.

COIBION, A./DESSY, E., “La réforme des services financiers en Europe un an après le début de la crise”, en *Journal de Droit Européen* núm. 161 (2009), p. 194.

FERNÁNDEZ ROZAS, J.C., “Gobernanza y supervisión de los mercados financieros internacionales tras la crisis de 2008”, en *El Cronista* núm. 11 (marzo 2010), p. 26.

RONTCHEVSKY, N./STORCK, M., “Droit de marches financiers”, en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* núm. 4 (2009), p. 774.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

CAFARO, R., “La tutela del risparmio e dell’investimento”, Milán (2009), VIII-214 pp.

PRESTI, G., “Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 208.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

ANGEL, B./MARGERIT, A., “Quelle est la portée du cours légal de l’euro?”, en *Revue du Marché Commun et de l’Union Européenne* núm. 532 (2009), p. 587.

BARTMAN, S.M., “EU Law-Making and its Impact on National Company Law”, en *Content and Meaning of National Law in the Context of Transnational Law* (2009), p. 101.

BOURRINET, J., “L’évolution de la zone euro au travers de la plasticité des ses frontières”, en *Revue du Marché Commun et de l’Union Européenne* núm. 532 (2009), p. 593.

DELCORDE, J.-A./TILQUIN T., “La fusion transfrontalière de sociétés de capitaux en Droit belge après la transposition de la Directive 2005/56/CE”, en *Revue pratique des Sociétés* (primer trimestre 2009), p. 7.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ADOLFF, J., “Corporate Governance von Banken”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 1.

GRIMONPREZ, B., “Pour une responsabilité des sociétés mères du fait de leurs filiales”, en *Revue des Sociétés* núm. 4 (2009), p. 715.

SALANITRO, N., “Capitalizzazione e crisi economica”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 125.

— COOPERATIVAS DE CRÉDITO

CUSA, E., “Il patrimonio di vigilanza delle banche di credito cooperativo”. Suplemento, *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2 (2010), 61 pp.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA
Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD
BANCARIA

AMTENBRINK, F./VAN DUIN, K., “The European Central Bank before the European Parliament: theory and practice after 10 years of monetary dialogue”, en *European Law Review* núm. 4 (2009), p. 561.

BRUNS, P., “Klumpenrisiken im Bankaufsichts-Investment-und Aktienrecht”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 649.

— RESPONSABILIDAD DEL BANCO
(DE LA BANCA)

SCARPA, A./FORTUNATO, G., “Banche e responsabilità civile”, Milán (2008), VIII-350 pp.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD
INTERNACIONAL DE LA BANCA)

BIGUS, J./LEYENS, P., “Einlagensicherung und Anlegerentschädigung”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 146.

— CONTRATOS BANCARIOS

AA.VV., “Anatomy of the credit crisis. An insurance reader from The Geneva Association”, Ginebra (enero 2010), 152 pp.

ANDREU, L., “Réflexions sur la nature juridique de la compensation”, en *Revue Tri-*

mestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique núm. 4 (2009), p. 655.

BEALE, H.G.; “Pre-Contractual Obligations: the General Contract Law Background”, en *Juridica International* núm. 14 (2008), p. 42.

BERTINO, L., “La revocatoria dei contratti strumentali all’adempimento di un debito scaduto”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, núm. 2 (2010), p. 140.

CALVO CARAVACA, A.L., “El Reglamento Roma I sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales: cuestiones escogidas”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado* vol. 49 (2008/2009), p. 115.

CELONA, G., “Credito e finanza nella giurisprudenza”, Milán (2010), X-562 pp.

CENTRO STUDI DI DIRITTO E LEGISLAZIONE BANCARIA, “Giurisprudenza bancaria (2007-2009)”, Milán (2010), 360 pp.

CIAN, M., “Il costo del crédito bancario alla luce dell’art. 2-bis l. 2/2009 e della l. 102/2009: commissione di massimo scoperto, commissione di affidamento, usura”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 182.

CRISCUOLO, R., “L’autoreferenzialità del nuovo art. 1 l. fall.”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, núm. 2 (2010), p. 235.

CRUZ RIVERO, D., “Contratación electrónica con consumidores”, en *Revista de la Contratación Electrónica* núm. 109 (2009), p. 3.

DE CRISTOFARO, G., “La nuova disciplina europea de credito al consumo: la Direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito dei consumatori e il Diritto italiano”, Turín (2009), XVII-231 pp.

DOLMETA, A.A., “Alcuni temi recenti sulla ‘commissione di massimo scoperto’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 166.

FRANZÉN, T.G./LAMPE, D.C., “Introduction to Annual Survey of Consumer Financial Services Law”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 521.

GRANDI, M., “Moneta bancaria e inadempimento contrattuale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.ª parte, núm. 1 (2010), p. 8.

HÜGEN, H.E., “Unternehmensfinanzierung in der Europäischen Privatgesellschaft (SPE)”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 255.

LEGEAIS, D., “Crédit et titres de crédit”, en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* núm. 4 (2009), p. 784.

LÓPEZ JIMÉNEZ, D., “El valor del silencio en el ámbito del comercio electrónico: comunicaciones, productos y servicios no solicitados”, en *Revista Jurídica del Notariado* núm. 71 (2009), p. 105.

MARTÍNEZ SANCHIZ, J.A., “La escritura pública: entre la autonomía de la voluntad y la inscripción”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado* vol. 49 (2008/2009), p. 253.

MAYORGA TOLEDANO, M.ª C., “La reclamación electrónica en el ámbito financiero”, en *Revista de la Contratación Electrónica* núm. 108 (2009), p. 31.

McMURTRY, L., “Consumer Credit Act Mortgages: Unfair Terms, Time Orders and Judicial Discretion”, en *The Journal of Business Law* núm. 2 (2010), p. 107.

MUCCIARONE, G., “La liceità delle ‘spese secondarie’ nelle operazioni bancarie: l’impatto della direttiva 2007/64/CE sui servizi di pagamento”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.ª parte, núm. 1 (2010), p. 62.

NAPPI, F., “Profili della disciplina del credito al consume. La rinegoziazione dei mutui ex art. 3 l. 24 luglio 2008 n. 126”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.ª parte, núm. 1 (2010), p. 24.

OTERO GARCÍA-CASTRILLÓN, C., “El arbitraje en el sistema de solución de controversias de la Organización Mundial del Comercio”, en *Revista de Arbitraje Comercial y de Inversiones* núm. 1 (2010), p. 151.

OGILVIE, M.H., “The Fly in the Bottle and Psychiatric Damage in Consumer Law”, en *The Journal of Business Law* núm. 2 (2010), p. 85.

RACUGNO, G., “Lo swap”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.ª parte, núm. 1 (2010), p. 39.

RICO CARRILLO, M., “El derecho de desistimiento en la contratación electrónica de servicios financieros”, en *Revista de la Contratación Electrónica* núm. 108 (2009), p. 3.

RICO CARRILLO, M., “La protección del consumidor en la contratación electrónica de servicios financieros”, en *Revista Derecho de los Negocios* núm. 235 (2010), p. 5.

SINGH, D./LABROSSE, J.R., “Northern Rock, Depositors and Deposit Insurance Coverage: Some Critical Reflections”, en *The Journal of Business Law* núm. 2 (2010), p. 55.

SMITH, A./GILBER, P./JOHNSON, S., “Fair Credit Reporting Act Update-2009”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 595.

STORME, M.E., “The Harmonization of the Law of Personal Security”, en *Juridica International* núm. 16 (2009), p. 73.

STINNEFORD, R./HOBSON BROWN, L./CANDICE MODLIN, D., “Current Developments in Bank Deposits and Payment Systems”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 629.

— PRÉSTAMO

CAGGIANO, J.R./FRANZÉN, T.G./DOZIER, J.L., “Developments in State and Federal Mortgage Lending Laws: Predatory Lending and Beyond”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 583.

PARKER, J.A./NAIMON, J.P./BRENNAN, C.M./JENSEN, K.D., “Truth in Lending update-2009”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 523.

ROPIEQUET, J./NAVEJA, C.S./NOONAN, L.J., “Fair Lending Developments: The End of Discretionary Pricing?”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 571.

— APERTURA DE CRÉDITO

MÜLLER-GRAFF, P.C., “Kreditverträge in Umwandlung und Umstrukturierung”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 379.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BARILLÀ, G.B., “Il tipo fideiussorio e la garanzie autonome nella prassi bancaria: qualificazione della fattispecie nella ricostruzione della volontà delle parti e nell’analisi dei rischi garantiti”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.ª parte, núm. 1 (2010), p. 51.

BERMEJO PUMAR, M.ª M., “La hipoteca en garantía de créditos sucesivos. Artículo 4 de la Ley 27/1994 (recarga de la hipoteca). Artículo 153-bis de la Ley Hipotecaria (hipoteca recargable). La reutilización de la garantía, facultad del dueño del bien hipotecado”, en *Revista Jurídica del Notariado* núm. 71 (2009), p. 9.

CAPRIOLI, A., “Assunzione del concordato preventivo da parte di società controllante, costituzione di trust e tutela dei creditori personali dell’assuntore”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.ª parte, núm. 1 (2010), p. 93.

ESPIGARES HUETE, J.C., “La incertidumbre sobre las cartas de patrocinio en la práctica financiera”, en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 275 (2010), p. 127.

FIMMANÒ, F., “Il trust a garanzia del concordato preventivo”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.ª parte, núm. 1 (2010), p. 76.

MADRID PARRA, A., “La titulación de créditos hipotecarios”, en *Anales de la Acade-*

mia Matritense del Notariado vol. 49 (2008/2009), p. 87.

MADRIDEJOS FERNÁNDEZ, A., “Eficacia frente a terceros poseedores de las cifras de responsabilidad en la anotación preventiva de embargo y en la hipoteca”, en *Revista Jurídica del Notariado* núm. 71 (2009), p. 127.

WILLER, R., “Die parallel debt als Sicherheitsträger”, en *Archiv für die Civilistische Praxis* núm. 6 (2009), p. 807.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

DE EIZAGUIRRE, J.M., “Fundamentos del crédito documentario”, en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 275 (2010), p. 75.

ELLINGER, P./NEO, D., “The Law and Practice of Documentary Letters of Credit”, Oxford (2009), 440 pp.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS. TARJETA DE CRÉDITO

FISCHER, R./LAUDICINA, D./POIN-DEXTER, O., “The New Credit Card Rules”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 537.

— CONTRATO DE LEASING

BUONOCORE, V., “La locazione finanziaria”, en *Trattato di diritto commerciale*, Milán (2008), XIV-390 pp.

PÉREZ GURREA, R., “La opción de compra en el leasing financiero”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* núm. 717 (2010), p. 329.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO
EN MATERIA BURSÁTIL EN
OTROS PAÍSES DE LA UE

BEBCHUK, L.A./HIRST/S., “Private Ordering and the Proxy Access Debate”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 329.

DE LUCA, N., “La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 254.

GRUNDFEST, J.A., “The SEC’s Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, and the Law”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 361.

ILLESCAS ORTIZ, R., “A vueltas con la limitación del número máximo de votos a emitir por el accionista de la S.A.”, en *Revista Derecho de los Negocios* núm. 235 (2010), p. 1.

KOCH, J., “Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungs-gesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht aktueller Marktentwicklungen”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 12.

LECOURT, B., “Application des règles relatives au gouvernement d’entreprise au sein de l’Union européenne”, en *Revue des Sociétés* núm. 2 (2010), p. 127.

MILES, L., “Corporate Governance in Western (Anglo-American) and Islamic Communities: Prospects for Convergence?”, en *The Journal of Business Law* núm. 2 (2010), p. 126.

MURPHI, M.E., “Attaching the Classified Board of Directors: Shaky Foundations for Shareholder Zeal”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 441.

PASQUALINI, F., “Les conventions extra-statutaires, outils de modulation de la rémunération des associés”, en *Revue des Sociétés* núm. 2 (abril 2010), p. 79.

RAISER, T., “Internationale Kapitalmarkthaftung als Corporate Governance”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 802.

SQUIRE, R., “Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt”, en *Harvard Law Review* núm. 5 (2010), p. 1151.

STROHN, L., “Elmar Gerum, Das deutsche Corporate Governance-System”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 580.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN
DE LOS MERCADOS

SCOGNAMIGLIO, G., “Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 137.

— CONTRATOS BURSÁTILES.
EN GENERAL

BRANSON, D.M., “Nibbling at the Edges-Regulation of Short Selling: Policing Fails to Deliver and Restoration of an Uptick Rule”, en *The Business Lawyer* núm. 1 (2009), p. 67.

CRESPI, A., “Le difficili intese sull’aggiotaggio informativo”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 247.

FELIÚ REY, I., “El Trust en India y en China: aproximación al complejo marco normativo (I)” en *Revista Derecho de los Negocios* núm. 234 (2010), p. 29, (y II), núm. 235 (2010), p. 29.

HOUBEN, M., “Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi comportamentali degli intermediari e onere probatorio”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, núm. 2 (2010), p. 165.

LABY, A.B., “Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers”, en *The Business Lawyer*, núm. 2 (2010), p. 395.

LUNGHINI, G., “Manipolazione del mercato come difesa dell’impresa?”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, núm. 2 (2010), p. 229.

PACE, D.I., “Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.^a parte, núm. 1 (2010), p. 118.

ROLDÁN FERNÁNDEZ, J.J., “La actuación notarial en la contratación de valores”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado* vol. 49 (2008/2009), p. 45.

SCHÜRNBRAND, J., “Rechtsfragen der Wertpapierleihe”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 596.

— OPAS

MARTIN LAPRADE, F., “Affaire Gecina: et si la Cour de cassation s’était trompée de

contentieux? Cp, —28 pct— 2”⁰ (3 arrêts)”, en *Revue des Sociétés* núm. 2 (abril 2010), p. 112.

PEUKERT, A., “Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 454.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

BACHMANN, G., “Lukas Kemnitz, Due Diligence und neues Insiderrecht”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2009), p. 585.

MUCCIARELLI, F.M., “Cross-Border Tender Offers, the Exclusion of Certain Shareholders and the Principle of Equal Treatment”, en *Uniform Law Review* (2009), p. 165.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

RIGHINI, E., “Responsabilità della capogruppo e tutela dei possessori di warrants azionari-Trib. Milano, 13 febbraio 2008”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento* núm. 4 (2009), p. 773.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

CHEQUE

GUACCERO, A., “La prescrizione del diritto alla restituzione della provvista nell’assegno circolare (a proposito della recenté disciplina degli assegni circolari non incassati)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.^a parte, núm. 1 (2010), p. 47.

RECENSIONES

TÍTULO: LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA. AGENCIAS DE “RATING”

Autor: *Alberto J. Tapia Hermida. Ed. Aranzadi/ Thomson Reuters, Cizur Menor (2010), 292 págs.*

El pasado mes de abril de 2010, las sucesivas rebajas de calificaciones de la deuda griega por las Agencias de Calificación Crediticia Fitch y Moody's precipitaron la necesidad de una urgente operación de salvamento financiero coordinado por la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional. Se trata de un ejemplo más —de los muchos que se pueden apreciar en los mercados financieros internacionales durante los últimos tiempos (incluyendo los efectos negativos que sobre la deuda pública española tuvo la rebaja de la calificación crediticia del Reino de España por Standard & Poor's en diciembre de 2009)— de la transcendencia que en ellos tienen las opiniones y calificaciones de estas Agencias.

En este contexto aparece la monografía del profesor Alberto J. TAPIA HERMIDA que busca dar respuesta a las preguntas esenciales sobre estas Agencias: ¿Quiénes son estas Agencias de calificación crediticia o agencias de *rating* que tanta influencia tienen en los mercados financieros? ¿Qué características presenta la actividad de calificación crediticia que desarrollan? ¿Cómo están reguladas? ¿Qué normas de conducta deben observar? ¿Cómo deben resolver los conflictos de intereses en los que se ven constantemente implicadas? ¿Qué las diferencia de los auditores de cuentas o los asesores y los analistas de inversiones?

Esta monografía continúa la senda iniciada por varios estudios del autor publicados en esta misma Revista de entre los que podemos destacar el que trataba de “La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales” (publicado en esta *RDBB* núm. 100, octubre-diciembre 2005, págs. 9 y ss.) y la traducción del “Código de fundamentos de conducta para las Agencias de Calificación Crediticia” del IOSCO/OICV (publicado en esta *RDBB* núm. 100, octubre-diciembre 2005, págs. 209 y ss.).

La monografía parte del importante papel que estas Agencias de calificación crediticia han jugado en los mercados financieros desde los primeros años del presente siglo XXI porque sus calificaciones han estado presentes en los grandes escándalos financieros y el público inversor ha visto, atónito, cómo algunas grandes corporaciones multinacionales que operaban como emisores de valores entraban en concurso o quiebra o suspendían pagos mientras merecían, hasta fechas inmediatamente anteriores, las máximas calificaciones crediticias que pronosticaban una insolvencia práctica-

mente imposible. A lo anterior se suma lo paradójico del papel de estas Agencias porque la crisis de credibilidad que han padecido no ha restado importancia a su influencia en aquellos mercados y los efectos sobre los mercados de deuda pública y los mercados bursátiles que han tenido las rebajas de las calificaciones tanto del Reino de España como de Grecia y de Portugal que han realizado diversas Agencias en los últimos tiempos son otras tantas muestras de ello.

En esta situación, la monografía trata de la regulación internacional de las Agencias de calificación crediticia, con referencias a dicha regulación tanto a nivel global en sentido estricto, a través del Código de Conducta establecido por la OICV/IOSCO; como a nivel regional, con referencias a su regulación en la UE, en los EEUU y en los Estados Iberoamericanos.

Sin perjuicio de esta vocación internacional, el estudio se centra en el análisis de la regulación comunitaria de dichas Agencias establecida recientemente por el Reglamento (CE) núm. 1066/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia, publicado en el DOUE del pasado día 17 de noviembre de 2009. Este Reglamento comunitario pretende romper la paradoja antes indicada de unas Agencias que, emitiendo calificaciones crediticias de efectos fundamentales sobre los mercados financieros, vivían hasta ahora, en el ámbito comunitario, al margen de toda regulación imperativa, confiando el sistema en que su sentido de la responsabilidad les llevaría a cumplir los códigos de autorregulación voluntaria de los que se habían dotado, inspirados en el Código de la OICV/IOSCO, tan adecuado en sus normas como falto de imperatividad para las Agencias. Sin embargo, la realidad tozuda de la crisis financiera global precipitó la convicción, largamente madurada, de que, en un mercado oligopolístico de unas pocas Agencias de calificación crediticia que operan a nivel global y que viven condenadas a permanecer sumidas en un conflicto de intereses sistémico que nace del modelo de retribución de aquellas por los emisores que califican; no existían incentivos suficientes para que la competencia basada en la reputación fuera eficiente. En relación con lo anterior, nos interesa destacar que el Reglamento (CE) núm. 1066/2009 es “hijo de la crisis financiera” y en su contenido trascienden los “traumas infantiles” asociados a dicho origen, por ejemplo, en las especiales exigencias de calificación crediticia de los instrumentos financieros estructurados.

Como ya he tenido ocasión de señalar en otros lugares, la monografía del profesor Alberto J. TAPIA HERMIDA es un instrumento imprescindible para conocer la regulación de las Agencias de Calificación Crediticia que tanta importancia han tenido, tienen y previsiblemente tendrán en los mercados financieros.

*Juan Sanchez-Calero Guilarte
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

TÍTULO: MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES

Autor: AA.VV. (Dir. profesores Fernando Rodríguez Artigas, Luis Fernández de la Gándara, Jesús Quijano González, Alberto Alonso Ureba, Luis Velasco San Pedro y Gaudencio Esteban Velasco, actuando el primero de ellos como coordinador). 2 vols. Aranzadi, Thomson-Reuters, Cizur Menor (2009), pp. vol. I 1077, pp. vol. II 845.

SUMARIO

1. Presentación: la posición de la Ley 3/2009, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LMESM), en el Derecho español de sociedades.
2. Sobre la necesidad y el alcance efectivo de la LMESM.
3. Relieve doctrinal y caracteres principales de la obra reseñada.
4. Breve descripción del contenido.
5. Acotaciones y comentarios alrededor de una obra importante.
6. Consideraciones finales.

-
1. Presentación: la posición de la Ley 3/2009, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LMESM), en el Derecho español de sociedades

Como es bien sabido, el Derecho español de sociedades mercantiles ha experimentado en los últimos años numerosas reformas legislativas que, sin alterar esencialmente los principios fundamentales de su ordenación, han introducido cambios destacados en la tipología y en el tratamiento de algunas de sus instituciones más características. En muchos casos, la reforma ha estado motivada por la necesidad de transponer o completar normas societarias de la Unión europea; pero en otras ocasiones, la alteración legislativa ha encontrado dentro de nuestras fronteras su genuina razón de ser. Esa

continua acción legislativa no ha traído consigo, sin embargo, el establecimiento, entre nosotros, de un régimen completo y sistemático del Derecho de sociedades, capaz de superar el insatisfactorio estado de la regulación de este importante sector del Derecho mercantil. No hace falta reiterar, en este momento, los inconvenientes que para la interpretación y aplicación del Derecho de sociedades produce la heterogeneidad de sus normas, debida, entre otras conocidas causas, a la diversidad de su origen, tanto en lo que se refiere a la época de su elaboración, como a la distinta, y a veces contrapuesta, ideología que las inspira. Además, los intentos de lograr una formulación completa y racional de dicha disciplina no se han visto acompañados por el éxito. Así ha sucedido, en los últimos años, con la valiosa *Propuesta de Código de sociedades mercantiles*, cuyo fracaso pone de manifiesto —como en tantas otras ocasiones en la historia del Derecho— que para lograr un eficaz cambio legislativo no basta con la sola concurrencia de la técnica jurídica, por depurada que ésta sea, sino que resulta preciso, inexorablemente, contar con un decidido apoyo político e institucional.

La todavía reciente aprobación de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante LMESM), motivo directo de la obra cuya reseña se afronta en las siguientes páginas, parece reflejar un significativo cambio de tendencia en lo que atañe a la configuración general del Derecho español de sociedades. Y no sólo, desde luego, por el contenido de su articulado, limitado, como es evidente, a la regulación de estas relevantes alteraciones en la estructura organizativa y patrimonial de las sociedades mercantiles. Siendo esta circunstancia suficientemente importante en sí misma, no agota, con todo, la trascendencia de la LMESM en el enrevesado camino conducente a lo que, con inclinación retórica, llama su Exposición de motivos el “perfeccionamiento” del Derecho español de sociedades. Como es notorio, su promulgación ha dado pie al legislador para anunciar la elaboración de una “Ley de sociedades de capital”, en cuya redacción, al parecer, se trabaja aceleradamente en el momento de escribir estas líneas. Aun siendo esta última, por razones que no cabe exponer aquí, una pieza legislativa de más reducido alcance al de la obra codificadora que suponía, esencialmente, la Propuesta de Código de sociedades mercantiles antes mencionada, es de esperar que su aprobación traiga consigo un cambio significativo en nuestro Derecho de sociedades, no obstante las limitaciones derivadas del propósito regulador, así como de la técnica normativa —un texto refundido— empleada al efecto.

Del diverso propósito que anima a los dos proyectos de regulación, a pesar del reducido lapso de tiempo que los separa, puede deducirse, sin demasiada dificultad, la ausencia de una política legislativa clara y coherente a la hora de conseguir una regulación general del Derecho de sociedades en España. Por otro lado, si la Propuesta aspiraba a ser el punto de llegada de una evolución legislativa, carente, por desgracia, de un planteamiento de alcance global, a la vez que un nuevo comienzo para nuestro Derecho de sociedades, la Ley de sociedades de capital entrará en vigor, presumiblemente, sin que se nos haya explicado su razón de ser ni su posible contribución al “perfeccionamiento” del Derecho español de sociedades. Además, su aparición, como de soslayo, en la LMESM, no resulta fácil de comprender a la vista de los notorios desajustes existentes entre ambos textos normativos. Quizá el más relevante consista en que la LMESM no ha sido incluida entre los textos cuya refundición dará lugar a la

aprobación de la Ley de sociedades de capital. Aunque hay buenas razones para ello, fundadas, básicamente, en la mayor amplitud subjetiva de la primera frente a la segunda, no deja de sorprender que el propósito de superar la conocida heterogeneidad de nuestro Derecho de sociedades, inherente a ambas leyes, se salde, en apariencia, con un nuevo impulso para el crecimiento de su complejidad.

2. Sobre la necesidad y el alcance efectivo de la LMESM

En realidad, el reproche que acabamos de formular no debería dirigirse de manera prioritaria hacia la Ley de sociedades de capital o, más propiamente, hacia la errática política legislativa que parece haberla inspirado. Sería, sin duda, más certero comenzar preguntándose por la auténtica necesidad de la LMESM, al margen de la obligada incorporación de la directiva sobre fusiones transfronterizas que, en cuanto tal, no requería la adopción de una ley tan ambiciosa y de tanta dificultad técnica. Y es que ni la regulación de las modificaciones estructurales era tan urgente ni el “perfeccionamiento” del Derecho español de sociedades exigía la adopción de esta suerte de “estación intermedia” hacia la formulación de un régimen general, claro y coherente, de dicha materia. Así se podía deducir de la realidad del tráfico (sin perjuicio del destacado relieve de algunas modificaciones estructurales, como la transformación y la fusión), y de la moderada intensidad del debate doctrinal al respecto, sobre todo si volvemos la vista atrás, a la primera mitad de los años noventa del pasado siglo, cuando se promulgó la ley alemana sobre modificaciones estructurales, cuya trascendencia, como disciplina completa y unificada de las mismas, no necesita ser subrayada ahora.

Con todo, aprobada la LMESM, debe señalarse, de inmediato, el carácter más aparente que real de la unificación del régimen jurídico relativo a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles conseguido por dicho texto legal. En realidad, no nos encontramos ante una regulación unitaria, en sentido estricto, de las modificaciones contempladas por el legislador, puesto que, de hecho, se afronta por separado el tratamiento de cada una de ellas, reservando para el discutido y discutible art. 2 de la LMESM el único contenido propiamente unificador de toda la disciplina aprobada. Este precepto, introducido en una fase avanzada de la tramitación del proyecto de ley, muestra con toda claridad que la LMESM no es el resultado de un planteamiento riguroso de política jurídica, sino que se trata, más bien, de un texto legal relativamente oportunista, llamado a tener, sin embargo, una cierta trascendencia para la evolución inmediata de nuestro Derecho de sociedades. Al margen, por tanto, de las necesarias adaptaciones de su contenido a las normas comunitarias que vayan aprobándose, el hecho de no verse afectada por la Ley de sociedades de capital dota a la LMESM de una aparente solidez dentro del inestable panorama de la legislación societaria española. Y ello a pesar de que con su promulgación nuestro legislador parece haber empezado la casa por el tejado en la insoslayable tarea de configurar un Derecho general de sociedades en nuestro ordenamiento.

3. Relieve doctrinal y caracteres principales de la obra reseñada

Con independencia, en todo caso, de la mayor o menor vigencia temporal de la que pueda disfrutar la LMESM, es indudable que nos encontramos ante un texto legal

de gran importancia, no aminorada, claro está, por las críticas expuestas hasta el momento. Por regular las alteraciones más relevantes de la estructura societaria, con el fin de hacer posible la adaptación de las sociedades a los requerimientos, cambiantes y exigentes del mercado, la LMESM requiere una atención especialmente cuidadosa de la doctrina y de los operadores jurídicos; al fin y al cabo, como es bien sabido, toda modificación estructural implica cambios de tal trascendencia que la atención a su procedimiento de desarrollo, así como a la tutela de los intereses afectados se convierten en cuestiones determinantes de su viabilidad jurídica. Por tal razón, hay que dar una cordial bienvenida a los dos extensos volúmenes que con el título “Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles” ha dedicado al análisis de la LMESM un amplio grupo de estudiosos bajo la dirección de los profesores Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS, Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Jesús QUIJANO GONZÁLEZ, Alberto ALONSO UREBA, Luis VELASCO SAN PEDRO y Gaudencio ESTEBAN VELASCO, actuando el primero de ellos como eficaz coordinador de los diversos trabajos.

Debe destacarse, como primer mérito relevante de la obra reseñada, su cercanía a la fecha de entrada en vigor de la LMESM. Esta circunstancia que por sí misma no sería un elemento distintivo de la calidad de los volúmenes que analizamos, al ser tan común en nuestros días, adquiere en el presente caso, sin embargo, un significado especialmente destacado por la hondura, minuciosidad y rigor que, por regla general, se observa en los distintos estudios que integran la obra colectiva. A diferencia del calificativo que, quizá con exceso, hemos aplicado a la LMESM, no se trata de ensayos oportunistas, sino de reflexiones meditadas que, en la mayor parte de los casos, traen causa de estudios anteriores de los autores sobre las instituciones reguladas en dicha ley, habiendo adquirido algunos de ellos el rango de trabajos de referencia dentro de nuestra bibliografía. Este destacado conocimiento previo de las materias analizadas ha sido, precisamente, el vehículo idóneo para poder articular en breve tiempo una obra tan compleja y tan extensa como la que ahora se considera.

En segundo lugar, se ha de destacar, igualmente, el carácter exhaustivo del análisis llevado a cabo, pues no sólo se estudia el régimen básico de las diversas figuras contempladas por la LMESM, sino que se aborda el tratamiento de sus numerosas variedades, así como de las cuestiones, ciertamente abundantes, tanto desde un punto de vista teórico como práctico, que suscita el procedimiento de desarrollo de cada una de las modificaciones reguladas. Aunque los diversos trabajos están concebidos, como es natural, desde la perspectiva específica de la interpretación y aplicación de la LMESM, no faltan referencias a otros ordenamientos jurídicos, con especial atención al Derecho de la Unión europea, lo que contribuye a facilitar al lector una visión global de las figuras analizadas, más allá de las particularidades concretas de nuestro ordenamiento. Del mismo modo, ayuda a conseguir ese perfil de exhaustividad que distingue a la obra reseñada el propósito, presente en la mayoría de los trabajos que la componen, de “construir” la institución estudiada desde un riguroso planteamiento conceptual. No se ha pretendido, por suerte para el lector, publicar un libro de utilidad limitada a la resolución de ciertas urgencias producidas por la entrada en vigor de una nueva ley; en el caso que nos ocupa, los autores han aspirado a situar las diversas modificaciones estructurales en el marco del debate doctrinal, en ocasiones muy vivo, relativo a

su naturaleza jurídica, con especial consideración del procedimiento de desarrollo y de la tutela de los intereses afectados.

Un último mérito, de carácter genérico que también conviene exponer es la homogeneidad de la obra. Homogeneidad, por supuesto, que va más allá de la presentación formal de los trabajos que la integran y que se refleja en la impronta metodológica con la que se afronta su realización. Sin perjuicio de las preocupaciones y tendencias propias de cada autor, la consulta superficial de los estudios publicados revela inmediatamente al lector la existencia de unas premisas compartidas en cuanto al sentido y fin de la investigación jurídica, pero, del mismo modo, la fijación de unos objetivos comunes en lo que atañe a la obra específica que ahora se reseña. Si esta última vertiente es mérito esencial de quienes han dirigido y coordinado la elaboración de los volúmenes, la primera constituye, si se quiere, el “caldo de cultivo” necesario para su feliz ejecución; de este modo, la conjunción de ambas vertientes ha terminado de definir la atmósfera espiritual necesaria para que una obra como la que nos ocupa haya podido ver finalmente la luz.

4. Breve descripción del contenido

a) Premisa

Aunque la obra analizada no tiene un subtítulo específico que precise el carácter del estudio llevado a cabo sobre la Ley 3/2009, puede decirse, tras la consulta sumaria de su contenido, que nos encontramos ante un trabajo eminentemente sistemático, preocupado, en esencia, por la construcción dogmática de las figuras objeto de tratamiento, sin perjuicio, claro está, de que se expongan con detalle todos los aspectos relevantes de su régimen jurídico. No era ésta, desde luego, la única opción posible; a su lado se encontraba la fórmula del comentario legislativo que, en el presente caso, podía considerarse de más fácil realización ante la notoria proximidad temporal de los autores a la materia estudiada. La opción por el estudio sistemático revela, con toda claridad, la pretensión de trascender la mera exégesis de las normas para avanzar, en su caso, hacia una delimitación más aquilatada de las instituciones desde el punto de vista de su naturaleza y principales caracteres. En la exposición de las distintas figuras se ha seguido, con todo, el orden establecido por la LMESM, situando dentro de cada una de ellas el tratamiento de los principales problemas relativos a la concreta modificación estructural estudiada, así como, en su caso, a las diversas variedades reguladas. De acuerdo con este mismo orden, se enumerarán a continuación los trabajos integrantes de los volúmenes reseñados —constitutivos cada uno de un capítulo de la obra— con alusión sintética a su autor y al contenido. Conviene decir, por último, que a todos los estudios sigue una completa relación bibliográfica, y que a la obra colectiva acompañan los pertinentes índices sistemático y legislativo, así como una exhaustiva relación de abreviaturas.

b) Contenido del primer volumen: transformación, fusión, fusiones transfronterizas comunitarias

Como pórtico general de la obra, y con carácter introductorio al estudio específico de las modificaciones reguladas en la LMESM, encontramos dos estudios de diverso

alcance que constituyen, cabría decir, una suerte de breve “parte general” del trabajo colectivo. El primero de ellos, debido al profesor Jesús QUIJANO GONZÁLEZ, se titula “El proceso de elaboración de la ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, y en él se describen pormenorizadamente (pp. 25-38) las diversas circunstancias concurrentes en el proceso de elaboración de la LMESM, con puntual mención de las alteraciones sufridas por el proyecto de ley hasta su conversión en norma vigente. Por su parte, el profesor Manuel María SÁNCHEZ ÁLVAREZ lleva a cabo en su trabajo “La ley de modificaciones estructurales y el concepto de modificación estructural” (pp. 39-86), un serio intento de comprensión dogmática de la categoría “modificación estructural”, desde la perspectiva jurídico-positiva, de acuerdo con la regulación ciertamente incompleta y no siempre precisa, de la LMESM, pero también desde una vertiente dogmática, sobre la base de aportaciones doctrinales foráneas y españolas.

Entrando ya en las diversas figuras reguladas por la LMESM, las aportaciones iniciales toman a la transformación como objeto esencial de análisis. El primer trabajo al respecto se debe al profesor Francisco LEÓN SANZ y lleva por título “Los antecedentes y los aspectos generales de la transformación” (pp. 89-133) y en él se pasa cuidadosa revista a la regulación anterior de la figura, poniendo de manifiesto la progresiva ampliación de los supuestos de transformación y el completo acomodo que este último criterio ha recibido en la LMESM, con inclusión de sociedades no mercantiles. En segundo lugar, el profesor Marcos SACRISTÁN REPRESA se ocupa de la “Transformación de sociedad anónima en otros tipos sociales” (pp. 135-190), estudiando, de una parte, los aspectos de régimen común, con especial atención a las distintas fases del procedimiento, para considerar, de otra, los supuestos concretos de transformación de la sociedad anónima, según sea el tipo de la sociedad resultante de dicha modificación estructural. El profesor Cristóbal ESPÍN GUTIÉRREZ analiza, en tercer lugar, el tema de la “Transformación de sociedad de responsabilidad limitada en otros tipos sociales” (pp. 191-248), que constituye el supuesto más frecuente en la práctica, concentrando su atención, sobre todo, en el proceso de realización de la figura, con especial incidencia en la información de los socios de la sociedad que se transforma, así como en los problemas relativos a su posible separación, ya sea voluntaria o automática. El cuarto trabajo dedicado a la modificación estructural que ahora nos ocupa se debe a la profesora María Jesús PEÑAS MOYANO y se titula “Transformación de sociedades cooperativas (cooperativa nacional y cooperativa europea)”. En él (pp. 249-305) se pone de manifiesto la aparente prioridad que ha de concederse a la legislación autonómica sobre cooperativas frente a la LMESM, haciendo un cuidadoso recorrido por el procedimiento de transformación de dichas sociedades desde la perspectiva, ciertamente compleja, de la variedad y abundancia de sus fuentes reguladoras. El breve estudio del profesor Ignacio FARRANDO titulado “La calificación y descalificación de sociedades anónimas y limitadas como sociedades laborales” (pp. 307-319) saca a la luz la singularidad de esta modificación societaria, ajena, en principio, al régimen de la transformación contenida en la LMESM, la cual, sin embargo, se aplica a lo que el autor denomina “calificaciones heterogéneas”. El último estudio dedicado a la transformación es el de la profesora Reyes PALÁ LAGUNA, titulado “Transformación de sociedades personalistas” (pp. 321-372). En él se contemplan,

desde luego, las modificaciones que su título anuncia, pero también las transformaciones *en* sociedades personalistas, aludiendo, entre otros temas, a la significativa disposición adicional segunda de la LMESM con su conocida exigencia de regularización previa para las sociedades mercantiles no inscritas.

Dentro de la fusión, el primer trabajo, con el título “El concepto de fusión y sus elementos componentes” (pp. 375-420), se debe al profesor Adolfo SEQUEIRA MARTÍN, quien efectúa una caracterización general de dicha figura, destacando su carácter básico en la regulación de la LMESM, al tiempo que precisa la función y el alcance del proyecto común de fusión en el marco del procedimiento que conduce a su efectiva realización, al que habrán de ajustarse “estrictamente” los acuerdos que adopten las sociedades participantes. Por su parte, la profesora Rita LARGO GIL se ocupa de “La fase previa y el proyecto de fusión” (pp. 421-487), analizando minuciosamente ambos momentos del desarrollo de dicha modificación estructural, con particular énfasis en el deber de cooperación presente en la etapa prenegocial, y las muy diferentes cautelas que afectan al contenido del proyecto común de fusión, sin perjuicio de un interesante apunte final en torno a su posible modificación, de difícil viabilidad, en apariencia, según la disciplina establecida en la LMESM. Dentro del desarrollo de la fusión, estudia el profesor Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE el “Informe de los Administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión” (pp. 489-526). Repasa el autor la función de ambos informes y pone de manifiesto, con exhaustividad, los numerosos matices que afectan a su elaboración, sin perjuicio de reseñar, igualmente, el régimen jurídico del balance de fusión como pieza contable fundamental de información a los accionistas. En cuarto lugar, la profesora Maite MARTÍNEZ MARTÍNEZ dedica su trabajo al estudio de “La fase decisoria: información sobre la fusión, desarrollo de la junta, publicación del acuerdo de fusión” (págs. 527-588). En él efectúa la autora una cuidadosa exposición de los numerosos matices concurrentes en el acuerdo de fusión, al hilo, en particular, de los cambios normativos experimentados respecto de la normativa anterior, con atención, finalmente, al llamado “acuerdo unánime de fusión”. Por su parte, la profesora R. Cristina ESCRIBANO GÁMIR analiza el “Derecho de oposición de los acreedores sociales” (pp. 589-644) y señala que, bajo la LMESM, no se han producido cambios sustanciales en este instrumento tuitivo de los acreedores frente a la normativa anterior, si bien debe destacarse que se ha abandonado la técnica de la remisión al tratamiento de la figura en sede de reducción de capital, con algunas modificaciones interesantes derivadas, precisamente, de su vínculo directo con la fusión. El registrador mercantil, y también profesor universitario, Luis FERNÁNDEZ DEL POZO dedica su trabajo a “La fase de ejecución (Escritura pública e Inscripción en el Registro. Impugnación)”, poniendo de manifiesto en su detallada exposición (pp. 645-720) las circunstancias relativas al contenido de la escritura, así como la compleja temática registral que le afecta, sin olvidar el discutido problema de la impugnación de la fusión, cuyo tratamiento en la LMESM combina con poco acierto el modelo “sanatorio alemán” y el planteamiento tradicional español del art. 246 de la Ley de sociedades anónimas. De la “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente” trata el trabajo del profesor Antonio RONCERO SÁNCHEZ (págs. 721-766), quien describe con rigor las características de esta singular operación, sin ignorar sus notorios riesgos derivados, entre otras co-

sas, de su posible conexión con la prohibición de asistencia financiera, para concluir con la exposición del discutible régimen jurídico contemplado al efecto en el art. 35 LMESM. El último trabajo relativo a la fusión corresponde al profesor Javier JUSTE MENCÍA quien analiza las “Fusiones especiales” (pp. 767-803). Para el autor, la tipificación de estas figuras en la LMESM, alterando de manera significativa la normativa previgente, responde al propósito de simplificar el complejo procedimiento de la fusión ante situaciones, por lo común, de grupos de sociedades basados en relaciones de control especialmente cualificado.

La tercera y última figura estudiada en este primer volumen es la fusión transfronteriza intracomunitaria, cuyo régimen en la LMESM trae causa, como es bien sabido, de la directiva 2005/56/CE, de 26 de octubre de 2005. En primer lugar, encontramos el trabajo del profesor Alberto J. TAPIA HERMIDA que lleva por título “Introducción. Delimitación del supuesto. Clases y régimen jurídico aplicable. Fusiones extracomunitarias” (pp. 807-850), en el cual, tras describir el contexto regulatorio de estas modificaciones estructurales, se analiza su régimen jurídico en punto a sus aspectos esenciales (concepto, clases, y ámbito subjetivo, esencialmente). Por su parte, el profesor Vicente MAMBRILLA RIVERA se ocupa de las “Particularidades de las fases preparatoria y decisoria” (pp. 851-925), mediante un acertado análisis comparativo de la directiva comunitaria y la regulación de la LMESM, con apuntes críticos en torno a la actuación del legislador español al haber elaborado un régimen insuficiente en torno a la fusión transfronteriza. De nuevo, Luis FERNÁNDEZ DEL POZO aporta su reflexión a la obra reseñada, estudiando, en este caso, “La ejecución de la fusión transfronteriza” (pp. 927-974), cuyo contenido versa, en particular, sobre los aspectos registrales de la fusión transfronteriza que, por su propia naturaleza, adquieren una señalada dimensión internacional, necesitada de cuidadosa meditación. Por último, el profesor Gaudencio ESTEBAN VELASCO introduce la perspectiva jurídico-laboral dentro de la figura que ahora nos ocupa con su trabajo sobre “Derechos de participación de los trabajadores en las fusiones transfronterizas intracomunitarias” (pp. 975-1037). El autor describe con minuciosidad las problemáticas circunstancias siempre presentes a propósito de la participación de los trabajadores en las empresas, destacando, singularmente, que con la directiva comunitaria se establece un sistema de “implicación fuerte” de los trabajadores que, con motivo de su recepción por la LMESM, ha dado lugar en nuestro ordenamiento a una situación un tanto singular, con remisión al Derecho del Trabajo español y con modificación, a su vez, de la Ley 31/2006, de 18 de octubre, sobre implicación de los trabajadores de sociedades anónimas y cooperativas europeas.

- c) Contenido del segundo volumen: traslado internacional del domicilio social, escisión, cesión global de activo y pasivo, otras cuestiones

La primera modificación estructural estudiada en este segundo volumen es el traslado internacional del domicilio social, a la que se dedican cuatro trabajos. El primero de ellos se debe al profesor Francisco J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ y lleva por título “Traslado del domicilio social: delimitación de los supuestos y régimen aplicable” (pp. 25-49). En su aportación distingue el autor cuidadosamente entre pro-

blemas de naturaleza conflictual y problemas de naturaleza material y concluye que el traslado internacional del domicilio social implica un cambio de *lex societatis*; para su tratamiento, procede el principio de aplicación distributiva entre la ley del Estado de origen y la ley del Estado de destino, habiendo asumido la LMESM, en esta cuestión, un “modelo facilitador”. El profesor Manuel SÁNCHEZ ÁLVAREZ, en su segunda contribución a la obra reseñada, presenta un trabajo titulado “Traslado a España de sociedad extranjera. Traslado al extranjero de sociedad española. Proyecto de traslado. Informe de los administradores. Depósito del proyecto” (pp. 51-84). En su minucioso estudio examina el autor la doble faz de la modificación estructural analizada, sin perjuicio de estudiar, a su vez, los elementos comunes de régimen jurídico de la operación que, con la reforma de la LMESM, deja de ser una simple modificación estatutaria para convertirse en modificación estructural. Por su parte, el profesor Joseba Aitor ECHEBARRÍA SÁENZ se ocupa de la “Fase decisoria. Tutela de los intereses de socios y acreedores” (pp. 85-118), examinando con precisión el conjunto de elementos que conforman la adopción del acuerdo, así como las medidas de protección de socios disconformes y acreedores, sin olvidar, por último, el problema de la coincidencia en un mismo acuerdo del traslado del domicilio social junto a otra (distinta) modificación estructural. El último estudio dedicado a la figura que ahora nos ocupa corresponde, de nuevo, a Luis FERNÁNDEZ DEL POZO y lleva por título “La ejecución del traslado internacional del domicilio social” (pp. 119-170). Destaca el autor la irrelevancia, en sede registral, de la localización de la sede real de la sociedad que inmigra o emigra, para analizar, seguidamente, la temática registral de la ejecución del traslado de sociedad española al extranjero como, a la inversa, del traslado a España del domicilio social de una sociedad extranjera.

La siguiente modificación estructural examinada en la obra que reseñamos es la escisión y, al igual que en el caso de la fusión, a ella se dedica un amplio conjunto de estudios como consecuencia, entre otras cosas, de la diversidad institucional que en su seno ha producido la regulación de la LMESM. El primer trabajo consagrado a nuestra figura viene de la mano del coordinador de la obra, el profesor Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS, y se titula “Escisión. Concepto. Función económica y clases. Requisitos” (pp. 173-207). Repasa el autor las novedades introducidas en dicho ámbito por la LMESM, que se concentran, esencialmente, en el tratamiento de la segregación como una modalidad escisoria, así como en la inserción en tal categoría de una figura de no fácil análisis como la constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión de patrimonio, más allá de su natural vínculo, en principio, con el proceso de fundación de una sociedad. Por su parte, los profesores Francisco J. ALONSO ESPINOSA y Emilio J. LÁZARO SÁNCHEZ se ocupan de las “Especialidades del procedimiento de escisión” (pp. 209-339). En su largo y detallado estudio, los autores pasan revista a las diferentes fases a las que se acomoda el procedimiento de escisión, analizando con minuciosidad las múltiples incidencias susceptibles de presentarse en su desarrollo. En tercer lugar, encontramos el trabajo del profesor Pedro J. RUBIO VICENTE, bajo el título “Escisión total. Concepto y elementos configuradores” (pp. 341-411). El autor, tras exponer un conjunto de útiles consideraciones terminológicas y conceptuales, se detiene en los elementos que componen el tipo de la escisión total, desde la extinción de la sociedad que se escinde hasta la integración de

sus socios en las sociedades beneficiarias, pasando por la división patrimonial y su traspaso en bloque por sucesión universal a dichas sociedades. En cuarto lugar, el profesor Angel Marina GARCÍA-TUÑÓN se ocupa de la “Escisión parcial: concepto y requisitos” (pp. 413-472), integrando el tratamiento de esta modalidad escisoria, en su configuración, desarrollo y efectos, con el estudio de las principales finalidades económicas a las que sirve la escisión parcial, algunas de las cuales permiten conectar su operatividad con el funcionamiento de los grupos de sociedades. La profesora Carmen ALONSO LEDESMA examina, por su parte, las dos nuevas modalidades de escisión tipificadas en la LMESM con un trabajo titulado “Segregación y constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión de patrimonio” (pp. 473-526). En su estudio, la autora se preocupa de perfilar nítidamente ambas categorías y de analizar con cuidado su particular régimen jurídico. Tras examinar con detalle algunas nociones básicas, como puede ser la “unidad económica”, a propósito de la segregación, afirma, como resumen, que la constitución de sociedad íntegramente participada es, en realidad, una modalidad de la segregación, lo que debería haber conducido al legislador a un tratamiento conjunto de ambas. El sexto estudio dentro del ámbito de la escisión se debe al profesor Pedro YANES YANES y trata de “La tutela del socio en la escisión: continuidad de la participación, proporcionalidad asignativa y relación de canje” (pp. 527-552). El enunciado del título refleja claramente el contenido del trabajo, cuyo principio medular, es decir la continuidad de la participación del socio en la sociedad escindida, se hace posible merced a la regla de asignación proporcional de nuevas partes al socio. El séptimo y último estudio dedicado a la escisión ha sido elaborado por los profesores Jesús QUIJANO GONZÁLEZ y Luisa M.^a ESTEBAN RAMOS y examina el tema “Tutela de los acreedores: la responsabilidad de las sociedades que participan en la escisión” (pp. 553-626). En él se analizan cuidadosamente los caracteres de dicha responsabilidad en cuanto instrumento específico de protección de los acreedores ante la escisión, sin perjuicio de la concurrencia de otros medios de tutela, como el derecho de oposición de los acreedores, la impugnación de la modificación estructural o, en fin, la responsabilidad de administradores y expertos.

A la cesión global de activo y pasivo, una de las novedades de la LMESM, se dedican dos trabajos distintos. El primero de ellos, obra del profesor Alberto ALONSO UREBA, lleva por título “La cesión global de activo y pasivo: elementos de caracterización, clases y régimen” (pp. 629-672), y se ocupa de encuadrar esta figura dentro del régimen de las modificaciones estructurales, más allá de su tradicional utilidad en sede de liquidación societaria. Destaca el autor las varias funciones que puede desarrollar la cesión y critica, en conclusión, la escasez de su régimen y la insuficiente protección de socios y terceros. Por su parte, el profesor Antonio CONDE TEJÓN concreta su estudio alrededor del “Procedimiento aplicable a la cesión global de activo y pasivo y efectos” (pp. 673-726), pasando revista a las diferentes fases de desenvolvimiento de esta modificación estructural, ciertamente idénticas a las que son propias de modificaciones estructurales más conocidas, como la fusión o la escisión. Concluye su trabajo con una precisa referencia a la tutela de los acreedores, caracterizada, de nuevo, por establecer instrumentos semejantes a los de las modificaciones anteriormente mencionadas.

Bajo el apartado “Otras cuestiones” se recogen dos estudios de diverso alcance que completan los trabajos reseñados hasta el momento. El primero de ellos se debe a la profesora Juana PULGAR EZQUERRA que centra su atención en el tema “Modificaciones estructurales de sociedades en liquidación y en situación concursal” (págs. 729-771). En esta contribución, la autora trata de la compleja conjunción del régimen de las modificaciones estructurales con situaciones extremas para la realidad de la empresa, como son la liquidación societaria o la inserción de la sociedad en un proceso concursal. Y así pasa revista a las múltiples y heterogéneas circunstancias susceptibles de plantearse en tales casos, como la reactivación, por lo que se refiere a la liquidación societaria, o la conclusión y tramitación del convenio, por lo que se refiere al ámbito concursal. El segundo trabajo de este apartado y último de la obra que reseñamos ha sido elaborado por los abogados Ricardo GÓMEZ BARREDA y Eduardo ABAD VALDENEBRO y se titula “Principales aspectos fiscales de las modificaciones estructurales” (pp. 773-812). Se trata de un digno colofón al trabajo colectivo, pues constituye un completo repaso de la insoslayable dimensión tributaria de las modificaciones estructurales. A tal efecto se distingue la transformación de las modificaciones que cabría llamar de contenido patrimonial, analizándose en cada caso el alcance de los diferentes impuestos susceptibles de aplicarse.

5. Acotaciones y comentarios alrededor de una obra importante

a) Premisa

Toda obra del intelecto humano, y quizá más las que se afrontan de manera colectiva, se inscribe en unas determinadas circunstancias de espacio y tiempo, mostrando, a su vez, las preocupaciones y los objetivos de quienes las realizan. También en los volúmenes que reseñamos en las presentes páginas se observan, como consecuencia del tema analizado y de la orientación común inspiradora del tratamiento, unas características específicas así como la consecución de un conjunto no pequeño de resultados, cuya utilidad beneficiará, sin duda alguna, al lector interesado en la materia. A su vez, la calidad de la obra permite al lector seguir pensando por su cuenta, pudiendo continuar, en su caso, el camino abierto por los autores del trabajo colectivo. En el marco de este ejercicio intelectual, tan necesario como difícil, y como apartado último de la presente reseña, me permitiré formular algunas consideraciones que, más allá de coincidencias o discrepancias con los autores de la obra comentada, no son otra cosa que una cordial manera de honrar la calidad de su trabajo.

b) La paradoja básica de la LMESM: una ley unificadora con un elevado grado de pluralidad institucional

La primera de dichas consideraciones puede verse como la expresión de una paradoja, referida, no tanto a los volúmenes analizados, sino, más bien, a la política legislativa y a la disciplina establecidas en la LMESM. Retomando, en parte, algunas ideas ya expuestas, cabe perfilar dicha paradoja alrededor de la contradicción existente entre el designio unitario inspirador de la LMESM y el resultado específico de la regulación finalmente aprobada, en la que luce un amplio y diversificado elenco de modalidades o variedades concretas de las modificaciones estructurales tipificadas en

la ley. Fuera de la transformación, en la que la pluralidad de supuestos contemplados por la LMESM, derivada de la compleja intersección de los distintos tipos societarios, no oculta la unicidad de su función como modificación estructural, así como de la singular figura que representa el traslado del domicilio social, el resto de las modificaciones reguladas se diversifica en una amplia gama de modalidades de difícil reconducción, para su tratamiento jurídico, a una categoría unitaria. El fenómeno se acentúa, como es sabido, en el marco de la fusión y de la escisión, sin que falten ejemplos, en tal sentido, dentro del régimen de la cesión global de activo y pasivo. Por lo que a la fusión se refiere, bastará con mencionar ahora los diversos supuestos de fusiones especiales, así como la denominada “operación asimilada a la fusión”, sin perjuicio, finalmente, de la singular figura de la fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente. En el caso de la escisión, a las variedades clásicas de la escisión total y parcial, se han añadido ahora la segregación y la constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio.

Conviene resaltar, además, que nos encontramos ante una realidad de nuevo cuño que no puede equipararse a la situación existente con anterioridad a la LMESM, pues si bien bajo el imperio de la Ley de sociedades anónimas encontrábamos un significativo pluralismo en el ámbito de la escisión (ciertamente inferior, con todo, al que ahora nos ocupa), nada impedía, en aquel momento la plena inserción de dichas modalidades en los moldes genéricos de aquélla. Sin embargo, la amplia diversidad institucional contenida en la LMESM, con abundancia de particularidades en cada caso, dificulta el entendimiento unitario de la respectiva figura-madre, o, dicho de otro modo, impide construir una suerte de supra-concepto de la fusión o de la escisión susceptible de comprender, adecuadamente, a todas sus modalidades. Con todo, no sería éste el problema principal o más grave al que puede conducir la vigente normativa en materia de modificaciones estructurales. La dificultad mayor se presenta, en mi criterio, a la hora de buscar el adecuado tratamiento jurídico de ese amplio repertorio de modalidades, pues la intensa labor de tipificación legislativa no ha ido acompañada, por lo común, del establecimiento de una regulación suficiente de cada una de ellas; por otro lado, su variada y, en ocasiones, llamativa singularidad pone serios inconvenientes a la aplicación *sic et simpliciter* del régimen general de la fusión o de la escisión, teniendo en cuenta que en este último caso, además, la “pereza” del legislador, ya perceptible con motivo de su tratamiento en la ley de sociedades anónimas, ha encontrado lamentable continuidad en la LMESM.

No obstante, el establecimiento en la LMESM de un mínimo régimen básico para todas las modificaciones estructurales en ella reguladas hubiera podido ser un factor relevante para la superación de estos inconvenientes. Esta posibilidad, de no fácil concreción, ha quedado claramente descartada del texto finalmente aprobado, en donde al margen del problemático artículo 2, no resulta posible encontrar normas básicas de aplicación común a todas las modificaciones estructurales contempladas por la LMESM. Queda claro, entonces, que el designio aparentemente unitario de la LMESM ha quedado reducido a una vertiente puramente formal, pudiendo entenderse que la finalidad última de dicha ley, más allá de la transposición de las directivas europeas señaladas en su exposición de motivos, ha consistido, en esencia, en aumentar significativamente el elenco de modificaciones estructurales susceptibles de reali-

zarse lícitamente entre nosotros. No puede sorprender, con todo, que esa tipificación de nuevos supuestos de hecho se haya concentrado en el marco de las modificaciones estructurales relativas a la transmisión del patrimonio; ello se debe a que es, precisamente, en este campo donde la ingeniería societaria había configurado, en los últimos años, un más amplio repertorio de posibilidades, sobre la base de la tan socorrida “flexibilidad” que, junto con la autorregulación, han constituido las piedras miliars del Derecho de sociedades que la crisis económica ha puesto seriamente en cuestión. De este modo, y con base en consideraciones de flexibilidad, la LMESM ha dado carta de naturaleza a muchas de esas figuras, tomando como pretexto, en ciertos casos, al propio Derecho de la Unión europea. Se ha procedido, de este modo, a una tipificación individualizada que ha obviado, por desgracia, la, a todas luces necesaria, vertiente reguladora, bien de las nuevas figuras, en particular, bien del entero conjunto de las modificaciones estructurales, como elemento sustentador de las insuficiencias concretas que en cada caso pudieran existir.

Es de suponer que la puesta en práctica de muchas de las variedades de modificaciones estructurales recogidas en la LMESM traerá consigo dificultades considerables de tratamiento jurídico como consecuencia de las circunstancias que se acaban de advertir. Algunas de esas dificultades han sido objeto de meditado análisis en la obra reseñada, poniendo de manifiesto la, en ocasiones, imprecisa o inexacta delimitación de las concretas variedades reguladas, con los consiguientes problemas de adscripción a la figura madre (esencialmente, fusión o escisión). Este análisis resulta, indudablemente, de gran valía intelectual, así como de considerable utilidad para la realidad empresarial donde éstas encuentran su auténtica razón de ser. Con todo, la trascendencia de esas aportaciones doctrinales tiene un alcance, por lo general, restringido al ser el objeto de los volúmenes comentados la comprensión sustancial de la LMESM, cuya novedad y complejidad seguramente impedían en una primera fase ir más allá de la esencial tarea hermenéutica, cuya utilidad para el lector interesado, dado el ya advertido rigor de los trabajos en ellos contenidos, queda fuera de toda duda.

- c) La necesidad de delimitar más precisamente el significado de la sucesión universal

La segunda consideración que resulta necesario formular en este momento tiene, como la anterior, un carácter transversal y se refiere a una aparente omisión de la obra ahora comentada. Se trata de la figura de la sucesión universal, entendida como una de las características típicas de las modificaciones estructurales que sirve para expresar, con particular claridad, la “economía de técnica jurídica” inherente a estas trascendentales alteraciones de la estructura societaria y que constituye, en el fondo, la auténtica razón de ser de su tipificación legislativa. Por regla general, el tratamiento de la sucesión universal ha sido comúnmente marginado en la doctrina española anterior a la LMESM, quizá por pensar que se trataba de una realidad no problemática, de operatividad automática y plena, sobre la base, entre otros extremos, de una implícita equiparación de la o las sociedades resultantes de la modificación con supuestos bien perfilados del Derecho de sociedades. En realidad, la propia práctica empresarial, sobre todo en casos de fusión, ha puesto de relieve la necesidad de perfilar más precisamente qué

debe entenderse por sucesión universal, a propósito, en particular, de las dudas surgidas en torno al efectivo traslado a la o las sociedades resultantes de la modificación de determinadas relaciones o instituciones jurídicas. Cabe pensar, a este respecto, en el debate doctrinal existente sobre la posible continuidad de las cláusulas restrictivas de la transmisibilidad de las acciones o sobre la transmisión y, en su caso, ejecución de ciertos contratos o de otras particulares relaciones jurídicas en el ámbito de la sociedad resultante de la fusión, por ser ésta, como acabamos de señalar, la modificación estructural que ha concitado mayor atención respecto del concreto alcance de la sucesión universal, sin perjuicio de la extensión de estos u otros temas, con matices en cada caso, a las restantes modificaciones estructurales reguladas.

La ausencia de un tratamiento específico de la sucesión universal en la obra que comentamos puede ser, como en el caso de la consideración anterior, un tributo, si se quiere inconsciente, al modo en que se ha procedido a regular las modificaciones estructurales en la LMESM, prescindiendo, como ya se ha advertido, de toda regulación genérica de dichas alteraciones societarias. O, al margen de esta suposición, quizá sea tan sólo un eco más de la doctrina clásica en la materia, en cuyo ámbito la sucesión universal venía a situarse en el terreno de las consecuencias o de los efectos de la modificación correspondiente. Con independencia de la razón que pueda explicar este extremo, la figura que ahora nos ocupa merece, al hilo de su trascendental significación, referencias frecuentes en la obra reseñada, algunos de cuyos autores discuten, precisamente, ciertos supuestos controvertidos en torno a la operatividad de la sucesión universal dentro de la concreta modificación estructural examinada en cada caso.

- d) La inserción de las modificaciones estructurales en el Derecho de sociedades, su conexión con otros sectores del ordenamiento jurídico y su cercanía a la realidad empresarial de los grupos

La tercera y última consideración que pretendo exponer no se limita, como las dos anteriores, a contemplar la regulación de las modificaciones estructurales en sí misma, bien desde la perspectiva genérica de la elaboración de un régimen común a todas ellas, bien desde el análisis particularizado de uno de los elementos, como la sucesión universal, que ponen de manifiesto la especialidad de las alteraciones societarias que nos ocupan. En este momento, el objetivo consiste en afirmar el vínculo de la regulación de las modificaciones estructurales con otros sectores del ordenamiento jurídico, como singularmente sucede con el Derecho de sociedades, en cuyo ámbito se insertan, así como con el Derecho tributario y, en menor medida, con el Derecho del Trabajo. Se trata de evitar, de este modo, que al amparo de la autarquía normativa que la LMESM parece poner de manifiesto, se convierta la regulación legislativa que nos ocupa en una especie de ámbito jurídico autónomo y autosuficiente.

Esta suerte de cautela sistemática que se acaba de formular no ha de verse como una reacción contra una tendencia consolidada entre nosotros, si bien no han faltado ni faltan aproximaciones al estudio de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles más preocupadas por acentuar sus perfiles y peculiaridades institucionales, que por conectar su interpretación y tratamiento con los sectores jurídicos —sobre todo, el Derecho de sociedades— en cuyo ámbito adquieren su sentido esencial. Tam-

bién pueden incluirse en este plano aquellos criterios que privilegian la vertiente tributaria frente a la societaria o viceversa, sobre la base de la tradicional e importante normativa que desde ambos sectores del ordenamiento ha concurrido desde antiguo para comprender jurídicamente las modificaciones estructurales.

Nada de esto sucede en el libro comentado donde, sobre la base de una articulación eminentemente societaria, concurre una pluralidad de autores consciente en todo momento de la cautela que acabamos de señalar. A lo largo de su contenido quedan numerosas huellas de la necesaria comprensión global de las modificaciones estructurales, gracias, entre otras cosas, a la atención prestada a la vertiente tributaria, a la consideración precisa de aspectos destacados de la temática jurídico-laboral, así como a la minuciosa consideración de aspectos de Derecho internacional privado, cuyo relieve en la economía globalizada de nuestros días no parece necesario destacar.

Por último, resulta conveniente señalar la frecuencia con la que se alude a los grupos de sociedades en el marco de muy distintos trabajos de la obra reseñada. Ello se debe, en primer lugar, al hecho de que los continuos reajustes que se producen en la estructura empresarial de los grupos, como medio para adecuar su funcionamiento a la conveniencia de las sociedades que los integran, así como a los imperativos del mercado, encuentran en las modificaciones estructurales uno de los vehículos preferentes para su realización. Pero, en segundo lugar, y de acuerdo con la experiencia de otros países, como Alemania, resulta bien posible observar similitudes notorias entre grupos y modificaciones estructurales en lo que atañe al diseño jurídico general de dichas figuras, al procedimiento de desarrollo, así como, por último, a los intereses necesitados de tutela con motivo de su puesta en práctica. Estas similitudes, que ya se habían observado entre nosotros, en el marco de un rico debate doctrinal, no suponen una identidad absoluta de las instituciones que nos ocupan, si bien ponen de manifiesto la conveniencia de evitar un tratamiento excesivamente parcelado que ignore las mencionadas conexiones como consecuencia de una visión individualizada de las mismas. Los numerosos ejemplos que, en tal sentido, pueden aducirse dentro de la obra comentada expresan con toda nitidez el sentido de este comentario y apuntan en la buena dirección para el inmediato futuro de los grupos y las modificaciones estructurales, como realidades de relevante implantación en el mundo actual de la empresa, cuyo régimen jurídico muestra entre nosotros una evidente asimetría que deberá ser corregida en el futuro.

6. Consideraciones finales

Esta ya larga exposición no ha pretendido otra cosa sino dar cuenta de una obra importante que ha venido a tratar con rigor y carácter exhaustivo una materia, como la relativa a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, cuya reciente regulación en la LMESM supone, entre nosotros, una importante renovación institucional de trascendentales consecuencias para la práctica empresarial. Aunque la cuestión no sólo afecta al Derecho de sociedades, tal y como se ha señalado más arriba, en dicho sector del ordenamiento ha de ubicarse sistemáticamente la vigente normativa y desde el mismo debe canalizarse la respuesta doctrinal al reto que supone su entrada en vigor, sin perjuicio, claro está, de la necesaria conexión con el resto de los sectores

jurídicos afectados. La obra colectiva reseñada constituye una aportación de alta calidad que ofrece una interpretación y encuadramiento sistemático de las diversas figuras reguladas que, a buen seguro, será de gran utilidad para quienes se interesan por el régimen de las modificaciones estructurales, y también, más en general, para los estudiosos del Derecho de sociedades. Además, la LMESM constituye un eslabón singular en la continua y no siempre bien orientada renovación de dicho sector del ordenamiento jurídico, pasando a ocupar, en la actualidad, una posición central, aparentemente no afectada, en el inmediato futuro, por la refundición que se pretende conseguir con la ley de sociedades de capital. En tanto que se da curso a esta relevante reforma legislativa, sólo queda recomendar vivamente la lectura de los dos amplios volúmenes integrantes de la obra colectiva y, al mismo tiempo, felicitar a sus autores, directores y coordinador por el excelente resultado conseguido.

José Miguel Embid Irujo
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad de Valencia

**TÍTULO: LAS MUJERES EN LA NUEVA REGULACIÓN DE LOS CONSEJOS
DE ADMINISTRACIÓN DE SOCIEDADES MERCANTILES ESPAÑOLAS**

Autor: María Isabel Huerta Viesca. Editorial Aranzadi, Cizur Menor (2009), 470 pp.

La participación de las mujeres —mejor dicho, su escasa participación— en los órganos de administración de las grandes empresas viene siendo en los últimos años objeto de intenso debate. De hecho, el propio legislador ha intervenido en el mismo con la promulgación de la —polémica— Ley 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres, promoviendo la composición igualitaria de los Consejos de nuestras grandes empresas.

Precisamente es la promulgación de esta norma (principalmente, el artículo 75 de la Ley Igualdad) la que impulsa a la autora a realizar este meritorio trabajo, en el que parte acertadamente, desde una base empírica, de la realidad social de la —escasa— presencia de las mujeres en los puestos de administración de las empresas y las causas que explican este fenómeno. Tomando ya desde un principio postura en defensa de la oportunidad de promover la diversidad de género en los órganos de administración (si bien, siempre desde los criterios de mérito y capacidad), procede a plantear exhaustivamente las diversas medidas adoptadas en otros ordenamientos jurídicos para favorecer el acceso de las mujeres a estos órganos, lo que permite tener una interesante perspectiva de derecho comparado sobre la cuestión.

Hecha esta ardua labor introductoria para plantear la problemática que estudia en su trabajo, entra ya a abordar los conceptos de esencial manejo en este contexto, cuales son el significado de los conceptos de igualdad y no discriminación de las denominadas “acciones positivas”, para luego analizar en profundidad el artículo 75 de la Ley de Igualdad.

En un primer lugar presta una especial atención a su ámbito subjetivo, lo que le lleva a concluir que aunque la norma adolece de gran imprecisión sobre su obligatoriedad (lo que ha llevado a la doctrina a distintas interpretaciones sobre la propia naturaleza de la norma: simple recomendación, norma de “baja imperatividad”, etc.), el verbo “procurar” empleado por el legislador debe ser interpretado como un “hacer algo”, lo que a su juicio permite acoger la idea de que el artículo 75 acoge una verdadera obligación de resultado.

Pasa luego a estudiar el ámbito objetivo de la conducta impuesta por la norma —concretamente, la diligencia debida por la sociedad y sus administradores para procurar su cumplimiento— y los supuestos en los que procede el nombramiento de

administrador con respecto a la necesidad de composición equilibrada de los Consejos y las posibilidades de impugnación de los acuerdos sociales que contradigan la presencia equilibrada de las mujeres en estos órganos, así como la posible responsabilidad civil de los administradores que no han llevado a la Junta nombres de candidatas —cuando el Consejo no es proporcional— a sabiendas de que existían candidatas mujeres con mejor cualificación (o igual) que las de los candidatos varones propuestos. Finalmente la autora también analiza otras cuestiones no menos importantes, como la posibilidad de que los Estatutos expresamente prevean la necesaria presencia equilibrada de mujeres en el órgano de administración y la problemática que ello supondría en relación con el ejercicio del derecho de voto (llegando a una conclusión positiva) y la repercusión que en los sistemas de cooptación y representación proporcional tendría el cumplimiento de esta norma.

Concluye la autora puntualizando que aun cuando queda mucho trabajo para conseguir esta presencia equilibrada, reconocer la necesidad de un cambio es, en sí, un importante precursor del propio cambio. Y aun cuando no cesa en denunciar la ausencia de mujeres en los órganos de poder de las empresas, insiste en la idea central de su discurso, cual es la de que “no se puede, ni se debe, designar como consejera a una mujer por el hecho de ser mujer. La designación y el nombramiento deben venir en todos los casos porque la mujer —o el hombre— reúne los requisitos de competencia y profesionalidad necesarios”.

Ahora bien, advierte la autora que esta ausencia no se justifica por la falta de preparación, sino porque la sociedad civil y empresarial aún no perciben esta ausencia como algo discriminatorio. Por ello afirma que falta rotundidad en las normas e incentivos que hagan apetitosa la “apertura” de los consejos a mujeres.

Y es que, aunque ciertamente el artículo 75 de la Ley de Igualdad propicia que los méritos —que ya existen— de las mujeres dejen de ser invisibles y lleguen a valorarse realmente, considera que dicha norma no es suficientemente eficaz para el fin que persigue; por ello propone otras medidas jurídicas que, junto a una regulación legal más clara y dotada de mayor eficacia, a su juicio, permitirían alcanzar mejor el objetivo señalado. Entre otras, las medidas más reseñables que propone son: que el sector público tome la iniciativa como “modelo de referencia de organizaciones públicas y privadas”; se ratifiquen convenios y tratados internacionales que favorezcan la igualdad; se adopten medidas educativas y de sensibilización social; la elaboración de un censo de empresas cumplidoras; una reforma de la legislación reguladora de la calificación registral de tal forma que pase a exigir la identificación del sexo de los administradores; la exigencia legal expresa de información por las empresas implicadas en un sitio de Internet; el fomento de programas de auditoría interna de las empresas en cuestiones de género; el empleo de mecanismos de selección ciegos a través del examen del *curriculum* numerado, sin nombre, que permita la evaluación basada simplemente en la formación y experiencia profesional; el *job sharing*; y muy especialmente, que se articulen medidas de verdadera conciliación en las empresas de la vida familiar y laboral que no recaigan en exclusiva sobre la mujer, en tanto debe fomentarse la utilización por los hombres de los mecanismos de conciliación ya que si sólo se disfrutaran por mujeres se conseguirá el efecto justamente contrario: el reforzamiento del techo de cristal.

En conclusión, se trata éste de un estudio realmente detallado y muy interesante cuya cuidada elaboración y extensa bibliografía lo convierten en un trabajo de referencia imprescindible a la hora de estudiar esta actual y candente cuestión.

Mónica Fuentes Naharro
Prof. Contratado Doctor
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

**TÍTULO: EL NUEVO RÉGIMEN DE LA CONTRATACIÓN A DISTANCIA CON
CONSUMIDORES (ESPECIAL REFERENCIA A LA RELATIVA
A SERVICIOS FINANCIEROS)**

Autor: Nuria Fernández Pérez. Editorial La Ley, Madrid (2009), 634 pp.

1. La obra acomete el estudio sistemático de una materia que paradójicamente ha sido regulada de una forma muy poco sistemática: la contratación a distancia con consumidores. Esta materia ha sido abordada desde perspectivas muy distintas, tales como la relativa a las personas intervinientes en la contratación (el derecho del consumo); la relativa a los bienes o servicios objeto de la contratación (por ejemplo los servicios financieros); o los medios a través de los cuales se efectúa la contratación (venta por catálogo, internet, teléfono). Todo ello hace tremendamente difícil abordar el estudio de esta materia pues la normativa, aunque reciente en la mayoría de los casos, resulta muy fragmentada, lo que produce en ocasiones solapamientos con la consiguiente inseguridad jurídica que ello conlleva. La situación anterior se ve agravada por el hecho de que dicha materia no haya sido abordada sólo por el legislador nacional, como se hacía en los preceptos originales del Código de Comercio y del Código Civil, sino que además se aborda desde una nueva perspectiva que es la propia del derecho comunitario, que tiene por objeto inicial la protección del consumidor en el marco de la contratación a distancia.

Por todo ello resulta imprescindible la monografía ahora comentada pues la misma tiene como fin sistematizar una materia tan deslavazada como la relativa a la contratación a distancia, lo que pone de manifiesto su utilidad. Dicho esfuerzo sistemático es acompañado con un solvente análisis doctrinal de la materia, alcanzando soluciones satisfactorias a las difíciles cuestiones planteadas y denunciando las incongruencias que aparecen en la normativa. Asimismo, también cabe destacar el rigor con el que se ha realizado la obra analizada que se manifiesta tanto en la utilización de una amplísima bibliografía como en la metodología adoptada.

El trabajo se estructura en cinco partes distintas, en las que se analiza de forma pormenorizada la materia relativa a la contratación a distancia. De este modo, se aborda el estudio 1) de cuestiones generales de la contratación a distancia como puede ser la prestación de consentimiento o la perfección de los contratos a distancia; 2) el marco normativo aplicable a la contratación a distancia, poniendo de relieve la falta de armonización entre las distintas normas; 3) los contratos a distancia en los que intervinen los consumidores; 4) cuestiones relativas al régimen jurídico del máximo inte-

rés como pueden ser el derecho de información y el de desistimiento, y 5) los sistemas de resolución de disputas.

2. En el primer apartado se abordan los aspectos generales relativos a la contratación a distancia. Al margen de cuestiones de carácter más introductorio, en esta primera parte destacan otros aspectos como pueden ser los relativos a la prestación del consentimiento, a la perfección de los contratos a distancia o la prueba del contrato.

En relación con el consentimiento, la autora desmonta con acertados argumentos la opinión según la cual se exigía una declaración escrita para determinar la existencia de consentimiento en la contratación a distancia. De este modo, la profesora FERNÁNDEZ PÉREZ argumenta que resulta plenamente válido el consentimiento otorgado a través de gestos, como puede ser la presión del botón derecho del ratón sobre la ventana “aceptar” o cualquier otro procedimiento análogo.

En cuanto a la perfección de los contratos a distancia, se diferencia entre las cuestiones derivadas de la localización del lugar de perfección y las relativas a la determinación del momento. Respecto a las segundas, se señala acertadamente que es necesario distinguir entre los contratos de formación sucesiva y los de formación instantánea. Así, la técnica actual permite la celebración de contratos a distancia en los que la formación se dé de forma simultánea, como ocurre en la contratación entre presentes, pese a que las partes se encuentren alejadas. Si la formación del consentimiento se produce de forma sucesiva, según se pone de manifiesto en la obra comentada, debería regir el criterio de la emisión en la contratación en la que participen consumidores y usuarios, por ser un sistema más garantista, mientras que debería regir el criterio de la recepción en la contratación entre empresarios.

3. En la segunda parte del trabajo se aborda el marco normativo aplicable a la contratación a distancia, poniendo de relieve la falta de coordinación entre las normas que regulan esta materia. Se analiza en primer lugar la incidencia de la normativa comunitaria en la contratación a distancia; en segundo lugar se analiza el Texto Refundido de la Ley General de Defensa de los Consumidores y usuarios; y en tercer y último lugar la normativa sobre contratación electrónica.

En relación con el segundo de estos apartados, es decir, el relativo al Texto Refundido, se analiza con criterio si la decisión adoptada por el legislador de excluir, del Texto Refundido de Ley General de Defensa de los Consumidores y Usuarios, los servicios financieros resulta acertada o no, concluyendo que dicha exclusión no está justificada. Siendo la protección de los consumidores el criterio aglutinador utilizado por el Texto Refundido carece de sentido la exclusión a la que se ha hecho mención pues, por un lado, a la contratación de servicios financieros por parte de consumidores, le será de aplicación su propia normativa; y por otro, porque el grado de protección dispensado por la Ley de Contratación a Distancia de Servicios Financieros ofrece un grado de protección al consumidor muy similar al que proporciona el propio texto refundido. Además, llama la atención la profesora FERNÁNDEZ PÉREZ sobre el hecho de que la opción elegida por el legislador español es la contraria a la elegida por el legislador francés y el alemán, que incluyen materia en el *Code de la Consommation* y en BGB, respectivamente.

Por otro lado, se argumenta acertadamente que todo lo dicho en el párrafo anterior también es predicable de la exclusión del crédito al consumo, materia cuya regulación

también ha sido excluida del Texto Refundido “en consideración a su incidencia específica, también en el ámbito financiero”. Así, la falta de armonización, como se pone de manifiesto en la obra comentada, se plasma por ejemplo en la existencia de dos conceptos distintos de “préstamo vinculado”, uno contemplado en el artículo 15 de la Ley 7/1995 de de Crédito al Consumo y otro en el artículo 77 del Texto Refundido. Argumenta la autora que, el Texto Refundido fracasa en su intento de armonizar esta materia, pues utiliza como criterio sistematizador la protección de los consumidores y usuarios. Señala que no es posible organizar una materia en torno a este criterio, ya que difícilmente se puede incluir toda la materia protectora de los consumidores en una sola norma.

4. También en la parte cuarta se analiza exhaustivamente la incidencia de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, publicada el ocho de octubre de 2008, que tiene como fin armonizar la materia sobre protección de los consumidores, que no tuviera carácter sectorial en la materia regulada por el Texto Refundido. La propuesta de directiva trata de armonizar las directivas sobre contratos negociados fuera de establecimientos mercantiles (Directiva 85/577/CEE); sobre cláusulas abusivas en los contratos de consumidores (Directiva 93/13/CEE); sobre contratos a distancia (Directiva 97/7/CE); y sobre la venta y las garantías de los bienes de consumo (Directiva 99/44/CE). El problema al que se enfrentaban estas directivas en cuanto a su papel armonizador consistía en que todas ellas establecían cláusulas de armonización de mínimos, lo que permite que los estados miembros introduzcan un régimen más severo respecto a la protección de los consumidores. Según se analiza, lo anterior tuvo como resultado que los distintos estados adoptaran distintos marcos de protección al consumidor lo que provocó la falta de armonización en esta materia, problema que trata de resolver la propuesta citada.

La profesora FERNÁNDEZ PÉREZ analiza la propuesta de directiva a la que previamente se ha hecho mención, señalando que si ésta fuera promulgada sería necesario reformar de nuevo la materia que ahora regula el Texto Refundido de la Ley General de Defensa de los Consumidores y Usuarios. En este sentido, en el libro reseñado se hace un exhaustivo análisis de la normativa propuesta por el Consejo y por el Parlamento Europeo, señalando que la promulgación de la propuesta de directiva en multitud de casos sería bien recibida, pues vendría a paliar algunas de las deficiencias advertidas en la normativa regulada por el actual Texto Refundido.

Siguiendo el trabajo ahora analizado, cabría destacar algunos de los aciertos de la propuesta como es el hecho de haber incorporado un régimen que sistematiza los aspectos comunes que afectaban a las distintas directivas, eliminando incongruencias y lagunas. Al regular la materia común, la Propuesta de Directiva define al consumidor como una persona física, utilizando un concepto más restringido que el que utiliza el reciente Texto Refundido aprobado en España, en el que el concepto de consumidor es aplicable a las personas jurídicas también. Asimismo, también difiere el concepto de comerciante contenido en ambos textos, pues la propuesta de directiva añade el elemento intencional, al exigir que la actividad deba desarrollarse “con un propósito relacionado con la actividad comercial, empresa, oficio o profesión”.

Además, la autora valora de forma muy positiva el hecho de que la propuesta de directiva al regular la contratación a distancia la defina como un contrato en el que el

comerciante utiliza “uno o más medios de comunicación a distancia”. De este modo, se elimina la exigencia de que el comerciante disponga de un sistema de venta a distancia organizado, lo que permite tomar en consideración la venta a distancia realizada con carácter excepcional o las ventas en las que se haya utilizado la plataforma de contratación de un tercero, elevando el nivel de protección a los consumidores, pues éstos se verán protegidos por esta normativa con independencia de si el empresario utiliza de forma habitual la contratación a distancia o no.

Por último en lo que a la Propuesta de Directiva se refiere, señala la autora que se regula de forma conjunta tanto para las ventas realizadas fuera de establecimiento mercantil, como para los contratos celebrados a distancia, los aspectos relativos a la obligación de proporcionar información, así como lo relativo al derecho de desistimiento. Ambos aspectos son objeto de estudio detenido en la parte cuarta de la obra comentada.

5. En la tercera parte se presta especial atención a los contratos celebrados a distancia en los que hayan intervenido los consumidores, tomando en cuenta que en dichos contratos no se produce la presencia física del comprador y del vendedor. En este apartado se hace una clasificación de los distintos medios a través de los cuales es posible la contratación a distancia.

Dado que constituye un requisito *sine qua non* de esta categoría la participación en la contratación de un consumidor, resulta fundamental la definición de este tipo de contratante. Por ello, en la obra comentada se aborda su análisis de forma rigurosa destacando la novedad que supone el concepto del Texto Refundido que permite a las personas jurídicas adquirir la condición de consumidor, lo que contrasta con la vieja regulación de la Ley General de Defensa de los Consumidores Usuarios, que sólo permitía a las personas físicas adquirir tal condición. De esta forma, se considera consumidores y usuarios a los destinatarios finales de los productos o servicios, con independencia de su naturaleza física o jurídica.

6. En la cuarta parte del trabajo la autora analiza con detenimiento el régimen jurídico aplicable al derecho de información y para ello distingue entre el valor que se debe otorgar a las invitaciones a comerciar (*invitation to trade*) y las ofertas en firme, señalando que sólo tendrán el carácter de oferta en firme aquellas en las que los elementos del contrato aparezcan claramente definidos. Acerca de esta cuestión llama la atención sobre el reforzamiento de las obligaciones informativas en tres supuestos específicos: contratación telefónica, contratación a través de un sistema automático de llamada sin participación humana y las comunicaciones por medios electrónicos o telemáticos. Así, a modo de ejemplo, cuando la contratación se produzca a través del teléfono el comerciante deberá comunicar el nombre y la intención comercial de la llamada.

Por otro lado, en el caso de los servicios financieros, en los que no entra el Texto Refundido, la Ley de Comercialización a Distancia de Servicios Financieros dispone que tanto las condiciones contractuales como la información previa deberá ser proporcionada en papel o en un soporte duradero, lo cual es valorado de forma positiva por la profesora FERNÁNDEZ PÉREZ pues de este modo distingue entre la forma escrita y el soporte duradero al cual debe incorporarse el contrato o la información previa.

Además, hay que tener en cuenta la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico que dispone, en su artículo décimo, que la información identificativa del proveedor (nombre; inscripción en el Registro Mercantil, en su caso; número de identificación fiscal, etc.) “deberá estar disponible de manera claramente visible e identificable”. Ante la indefinición de la norma, la autora considera acertado estimar que esta norma se cumple cuando dicha información aparezca en la página web del proveedor, bien en la página principal o en una secundaria que sea fácilmente identificable.

El artículo 94 del Texto Refundido dispone que, en las comunicaciones comerciales por correo electrónico u otros medios de comunicación electrónica y en la contratación a distancia de bienes o servicios por medios electrónicos, será de aplicación lo establecido en la normativa sobre servicios de la sociedad de la información y comercio electrónico. Según se dice en la monografía comentada, en el caso de que ambas normativas sean dispares habrá que dar prioridad a la establecida en la regulación propia de la contratación electrónica. En ese caso, si existe una remisión a un régimen de carácter más específico, será este último el que tenga preferencia por aplicación del criterio de ley especial de interpretación de los conflictos de normas. Sin embargo, tal y como señala la autora el problema se produce porque el artículo 23.1 de la Ley 34/2002 de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico, dispone que los contratos electrónicos se regirán “por las restantes normas civiles o mercantiles sobre contratos, en especial, las normas de protección de los consumidores y usuarios y de ordenación de la actividad comercial”. Razón por la cual concluye acertadamente que en cualquier caso no podrá aplicarse un régimen que implique una protección inferior a la dispensada por la normativa relativa a consumidores y usuarios (TRLGDCU), lo que implica según la autora un obstáculo fundamental en el desarrollo de la contratación electrónica. Señala que ésta debe ser considerada como una consecuencia involuntaria pues la intención del legislador es la de levantar barreras y no la de imponer obstáculos.

7. En relación con el derecho de desistimiento, en la obra comentada no sólo se hace un extenso análisis sobre el régimen legal del desistimiento (plazo de ejercicio, forma, excepciones y efectos) sino que además se critica de forma acertada que el Texto Refundido no haya establecido un procedimiento único, pues se contempla un mecanismo de desistimiento específico para la contratación a distancia y otro para la venta fuera de establecimiento mercantil.

8. La obra analizada concluye dedicando su última parte al estudio de la resolución de conflictos entre consumidores y proveedores. Se dedica una especial atención a la resolución extrajudicial de conflictos. Ésta constituye una materia de la máxima importancia en el ámbito de la protección a los consumidores y usuarios, pues, como dice la autora, de nada sirve tener un sistema de protección proporcionado si no existen mecanismos eficientes a través de los cuales hacer efectivos los derechos otorgados a consumidores y usuarios. Aunque la obra se centra de forma principal en el arbitraje de consumo que se configura como un sistema gratuito, también son objeto de análisis otros instrumentos de tutela, como puede ser la resolución judicial de conflictos, y en especial la acción de cesación, a través de la cual se puede obligar al prestatario a cesar en la realización de una determinada conducta.

9. Por último, y a modo de conclusión, cabe señalar que, a la vista de la profundidad de los contenidos y del tratamiento realizado de éstos, con el recurso obligado al derecho comparado así como a la jurisprudencia, el libro analizado constituye una obra de referencia en el campo de la contratación a distancia.

Jorge Moya Ballester
Profesor Ayudante
Universidad de Alicante

TÍTULO: MANUAL DE DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

Autor: Paulo Câmara, Editorial Almedina, Coimbra (2009), 941 pp.

1. Desde el país vecino, Portugal, nos llega la magnífica obra del profesor y abogado PAULO CÂMARA, colaborador habitual de esta Revista, algo que nos honra enormemente. El alcance y magnitud de la misma y el conocimiento del autor la hace acreedora de este comentario personal que intentará poner de relieve, por un lado, la importancia y calidad del trabajo realizado y, por otro, la necesidad de realizar y, sobre todo, actualizar, trabajos de este tipo en la doctrina española que permitan al estudioso y al profesional una consulta de materiales con la mayor cercanía posible a la legalidad y también, por tanto, de la realidad vigente. La complejidad del Derecho del Mercado de Valores y la celeridad de los cambios que sufre motivan la gran satisfacción que se produce entre el colectivo de profesionales relacionados con la materia y, en particular los docentes, cuando surge algún manual actualizado que ordena y presenta nuevamente esta materia. Conocedores del enorme esfuerzo que supone realizar esta tarea, de forma inmediata surge el agradecimiento por quien ha tenido la valentía de realizarla a sabiendas de que tendrá que retocarla en breve para mantener su actualidad.

La obra del profesor CÂMARA, profundo conocedor de la materia en un entorno amplio como es el Derecho comunitario europeo y el Derecho estadounidense, procura y permite una comprensión unitaria de este sector normativo que tan necesaria se presenta. Partiendo del texto legal portugués, el *Código dos Valores Mobiliarios*, aprobado por DL n.º 486/1999, de 13 de noviembre, y modificado en sucesivas ocasiones —pero del que afirma que no agota en absoluto el contenido de la disciplina, ni es suficiente para trazar, más que a título preliminar, una delimitación de su ámbito—, ofrece esa visión comprensiva que permite afirmar que se han abordado los aspectos fundamentales del Derecho de los valores mobiliarios (terminología que utilizaremos en este comentario, en lugar de la nuestra de valor negociable) con la suficiente claridad y profundidad, y en un orden acertado como puede deducirse del índice general de la obra, dividida en dieciséis capítulos (Introducción. Del valor mobiliario a los instrumentos financieros. Los sujetos del mercado. El origen de los valores mobiliarios. La transmisión de valores mobiliarios. La intermediación en instrumentos financieros. Estructuras de negocio. Liquidación y compensación. Sociedades abiertas. Ofertas públicas. Deberes de información y responsabilidad civil. Operaciones de salida del mercado. Gestión de patrimonios colectivos. Capital-riesgo. Delitos del mercado. Derecho Internacional de los valores mobiliarios), que ponen de relieve el gran interés tanto práctico como científico del Manual. Su autor incluso nos indica que el momento

de su publicación, el año 2009, lo ha considerado propicio para realizar esta exposición general y sistemática sobre el Derecho de los valores mobiliarios portugués, después de las importantes reformas habidas con ocasión de la trasposición de importantes Directivas, como acervo decisivo de textos comunitarios —la MiFID y la Directivas de OPAs, de transparencia, abuso del mercado, folletos informativos o acuerdos de garantía recíproca— y las intervenciones normativas propiciadas con ocasión de la crisis financiera que se vive desde el 2007.

El resultado que se presenta es la consecuencia de una ingente labor investigadora y de la actividad docente y profesional realizada también en los ámbitos del Derecho financiero y societario a lo largo de bastantes años, en los que el autor ha ido elaborando sucesivos trabajos doctrinales —que pueden consultarse detalladamente en el prolijo anexo de bibliografía también presentado— y que con ocasión de esta publicación a modo de compendio, se han revisado, actualizado e incluso también se ha profundizado en ellos.

2. Delimitar el objeto de estudio constituye la tarea inicial del autor a la que se concede, como no puede ser de otra manera, una importancia excepcional. Se trata de una tarea siempre compleja y difícil, con independencia del tema tratado, y de extraordinario valor como punto de partida. Presentarlo además, de un modo sencillo, resulta doblemente difícil, pero se ha logrado en el caso concreto. El sector del Derecho que aquí se trata, engarzado en el ámbito más amplio del Derecho del sistema financiero, con ese importantísimo matiz que lo aleja en cierto modo de la delimitación del sector en España centrado en los mercados, tiene por objeto los valores mobiliarios, e igualmente, los negocios, las personas y los patrimonios autónomos a ellos asociados. Puede afirmarse, en consecuencia, que regula un componente central de las modernas relaciones patrimoniales privadas. Además, la demarcación de su ámbito puede trazarse a través o por referencia a dos dimensiones: una de carácter horizontal (o interna) referente a la contraposición entre el concepto de valor mobiliario y la más amplia de instrumento financiero en la que se puede incluir; otra dimensión de carácter vertical (o externa) en este caso, que se refiere a la relación entre este subsector y el Derecho de los demás subsectores del sistema financiero, el Derecho bancario y el Derecho del seguro, de los cuales hace un breve esbozo, en particular de las notas comunes y transversales que afectan a los tres y que permanece como un tema esencialmente abierto en el que conviven zonas compartidas entre productos con características semejantes en los diversos subsectores del sistema financiero.

En relación a la primera de las delimitaciones, el autor se esfuerza en presentar perfectamente fundamentada la autonomía de los valores mobiliarios de modo que cuanto más nítida sea la diferenciación con el resto de instrumentos financieros, más fácil será también discernir el contenido del Derecho que toma a aquellos como su objeto. En el Derecho portugués ya desde el DL n.º 8/1974, de 14 de enero, se elevó el concepto de valor mobiliario como núcleo fundamental de esta materia, opción que el autor sigue considerando válida a pesar de las Directivas comunitarias que se han fundamentado en el concepto de instrumentos financieros. De este modo, en la confrontación entre el concepto de instrumento financiero como género, y el de valor mobiliario como especie, que integra junto a los contratos sobre derivados aquel género, se destaca como un importante indicio de la autonomía de los valores mobiliarios

su profunda autonomía circulatoria, que no se encuentra en los contratos sobre derivados. A ello añade otro importante elemento: el riesgo que constituye un elemento natural subyacente a cada valor mobiliario.

Situado el elemento central de la disciplina, llega el turno de señalar cuáles son sus características, marcadas por la heterogeneidad, tanto de sus influencias, su contenido y sus fuentes, aspectos todos ellos perfectamente aplicables a la disciplina presente en nuestro país. De este modo, si bien el Derecho privado mobiliario ocupa un lugar central, las zonas de Derecho público son de gran importancia, por el elevado número de actos administrativos que se realizan y por el también elevado número de atribuciones y competencias que se atribuyen, tanto de control como de aplicación del régimen sancionador, a la autoridad administrativa de supervisión. Dicha autoridad que en el país vecino se corresponde con la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios, siendo su abreviatura CMVM, es la homóloga a nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, tal y como la venimos conociendo desde su creación. Uno de los motivos fundamentales que genera la heterogeneidad normativa a la que nos estamos refiriendo es la gran dificultad existente para determinar globalmente la naturaleza de esta disciplina, pues si bien se procede a ubicarla dentro del Derecho mercantil como consecuencia de su vertiente privada, hay también quien considera reconducirla al Derecho administrativo de la economía. La respuesta, también generalmente aportada y aceptada por la doctrina española, es considerar que nos estamos moviendo en el ámbito del Derecho mercantil, de modo que su pertenencia al Derecho administrativo económico sería de naturaleza instrumental. Realizada esta aproximación y continuando con la delimitación del objeto del Manual, el profesor CÂMARA no descuida ninguna de las posibles relaciones del Derecho de los valores mobiliarios con otros conjuntos normativos y, en particular, con el Derecho de sociedades, respecto al que señala la importancia de su distinción por las profundas vinculaciones que mantiene con aquél, en particular, por la naturaleza esencialmente transmisible de las acciones y su inherente vocación para circular en el mercado. A ello debe añadirse el papel destacado que cumplen las sociedades mercantiles como las principales entidades emisoras privadas en el mercado. Estas dos realidades trabadas en el tiempo (aunque se destaca también el carácter “progresivo” del Derecho de los valores mobiliarios por su intensa evolución en los últimos diez años) vienen a justificar, en cierto modo, el tratamiento normativo que reciben ambas, en particular, la inclusión de algunas materias de lo que denomina Derecho mobiliario en leyes societarias, siendo más raro el fenómeno inverso, a pesar de que las abreviadamente denominadas sociedades abiertas (estudiadas en el capítulo IX del Manual), esto es, las sociedades con capital abierto a la inversión del público están reguladas en el Código de valores mobiliarios portugués, como nuestra sociedad cotizada ocupa el título X de la Ley del mercado de valores, al menos, de momento, a la espera de lo que suceda con los respectivos Códigos de sociedades.

De particular interés consideramos que es la exposición del autor en relación al fundamento del Derecho de los valores mobiliarios, así como sus características básicas. Serían además dos cuestiones relacionadas puesto que algunas de esas características pueden ser utilizadas para explicar el fundamento de la regulación de esta materia. Así sucede con la masificación de estos mercados y su carácter abierto a pesar de

que el acceso a algunas estructuras de negociación y a algunas operaciones requiera necesariamente la figura de un intermediario; la circunstancia de que los instrumentos financieros sirvan, bien directa o indirectamente, para cumplir funciones relacionadas con la vinculación espacial y temporal de recursos financieros y su transmisión, a la cobertura y diversificación del riesgo teniendo en cuenta que existe riesgo de pérdida total de la inversión realizada y por ello la necesidad de proteger la eficiencia funcional de los mercados. El carácter crecientemente sofisticado de los mercados y de los valores mobiliarios también queda resaltado, poniéndose de manifiesto la utilización cada vez más extendida de contratos sobre derivados y de técnicas de titularización (a las que dedica un estudio profundo en la segunda parte del capítulo IV) cuya valoración del riesgo resulta especialmente difícil, incluso por parte de inversores cualificados, con la problemática que esta circunstancia puede conllevar en la práctica. Su carácter permeable a la crisis es también valorado y como contrapartida la necesaria protección de los inversores resultando esencial la preservación de su confianza. La actual integración internacional de los mercados agrava la situación la crisis que se padece al haberse propagado de forma prácticamente inmediata sus efectos fuera del espacio en el que tuvieron su origen. Todas estas características servirían para fundamentar los objetivos principales asociados a la regulación del mercado de valores mobiliarios: la protección de los inversores, la defensa de un funcionamiento equitativo, eficiente y transparente del mercado y la reducción del riesgo sistémico. Todos ellos no dejan de ser factores de equilibrio con los que este sector del Derecho pretende pretrechar al sistema financiero.

La exposición de esta interesantísima introducción a la materia se complementa con un recorrido histórico por los momentos fundamentales (las raíces europeas, la contribución norteamericana, la armonización comunitaria...) a tener en cuenta para la configuración de este sector, así como con una exhaustiva mención al sistema de fuentes a la que se añade, incluso, un panorama de la doctrina portuguesa y una lista de bibliografía a consultar.

3. Realizada en el capítulo I la tarea fundamental de delimitación del objeto de tratamiento del Manual, basada fundamentalmente en el valor mobiliario, el capítulo II, el más extenso, de nuevo está a él dedicado con el título “Del valor mobiliario a los instrumentos financieros”, haciendo un recorrido de lo más prolijo y que no deja aspecto sin tratar a lo largo de estas páginas, desde el concepto, sus tipos y formas de representación, a los instrumentos financieros propiamente dichos, tanto los derivados como los de naturaleza monetaria. Más adelante en otros capítulos de la obra y con carácter más monográfico dedica otros dos capítulos al origen y a la transmisión de los valores mobiliarios.

La frase con la que inicia este tratamiento no puede ser más significativa de cómo se ha abordado: “El arsenal terminológico del Derecho de los mercados de valores está marcado por la coexistencia y parcial coincidencia entre dos conceptos distintos: valor mobiliario e instrumento financiero”. Y como primer análisis del contenido de estas categorías que sirve además como conclusión indica que la opción en Portugal ha sido la de mantener un concepto de valor mobiliario en sentido estricto que no incluye a los derivados (a diferencia del contenido del art. 2 de nuestra LMV) que resulta incontestable ya en el Código de Valores Mobiliarios de 1999. El principal factor que argumen-

ta esta posición reside en la mayor estabilidad y cohesión de este concepto, mucho más elaborado, a diferencia de lo que sucede con el universo de los instrumentos financieros, cuya frontera está en continua tensión con la profusión de productos financieros procedentes del área bancaria o aseguradora. De este modo, señala con mucha agudeza el profesor CÁMARA, y teniendo en cuenta que el concepto de instrumento financiero no sirve para acoger todas las operaciones de aquellos dos sectores, queda aún por elaborar un concepto acabado de producto financiero capaz de abarcar tanto los contratos como los documentos de negociación y contratación usuales en el sistema bancario, mobiliario y asegurador. Se está, pues, ante una insatisfacción ideológica que pone de manifiesto el período de transición que se está viviendo y por ello sigue siendo un buen fundamento trabajar sobre el concepto más elaborado, con mejor tradición y metodológicamente más seguro, a pesar de ser objeto de formulaciones legislativas dispares. En definitiva, el concepto de valor mobiliario se erige como el concepto director de esta disciplina de modo que cuanto más amplio sea este concepto más amplio será también el perímetro de la disciplina en lo que se refiere a normas de naturaleza privada como a la normativa de supervisión administrativa. El problema reside entonces en reconducir el concepto de valor mobiliario a un concepto único, y readaptarlo conforme se van sucediendo las modificaciones legislativas que afectan a esta materia. Si a ello se añade la variada posibilidad de clasificaciones que pueden adoptar las diferentes categorías de valores mobiliarios, el recorrido realizado por el Manual resulta realmente exhaustivo, mereciendo una especial atención los criterios de calificación de los valores mobiliarios según el Derecho vigente, así como el concepto de categoría de valor mobiliario que adquiere también una importancia fundamental (el concepto de categoría está predefinido por dos requisitos: la coincidencia de la entidad emisora y la homogeneidad de situaciones jurídicas representadas, de modo que dentro de cada categoría los valores mobiliarios son fungibles), de igual modo que su forma de representación que determina sustancialmente su régimen. Pero, como ya hemos indicado, también se ocupa el Manual de los instrumentos financieros, comenzando por los derivados con un estudio en particular de los futuros, las opciones, los *swaps*, los contratos sobre índices, para hacer referencia también a los instrumentos financieros de naturaleza monetaria y a los que han tenido que ser objeto de incorporación como consecuencia de la normativa comunitaria. Llegados a este punto, el autor reflexiona sobre el problema que surge con ocasión de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros —MiFID— y el título del Código portugués, considerando si debería sufrir una modificación para pasar a denominarse Código de los instrumentos financieros. La respuesta a esta cuestión está ya en parte reflejada en lo que brevemente hemos ido manifestando, además se señala cómo el concepto de instrumento financiero es, de facto, anterior al Código de 1999 y que en su elaboración se discutió si debía utilizarse un concepto amplio de valor mobiliario que incluyese a los derivados, o un concepto estricto o técnico, por el que finalmente se optó. La publicación de la MiFID no se ha considerado como causa suficiente para alterar el título de la norma, puesto que dicho título debe ser el reflejo del contenido del Código y de la técnica normativa utilizada. Y es que a diferencia de los valores mobiliarios que tienen un régimen jurídico completo en cuanto a su intermediación, liquidación, supervisión y disciplina, no sucede lo mismo con ocasión de los instrumentos financieros respecto a

los que la transposición de la Directiva ha supuesto únicamente un régimen general sobre los mismos y, en definitiva, un régimen fragmentario —lo cual no significa que la parte general del Código les resulte aplicable— y respecto a los que hay que tener en cuenta que todo lo relativo a las ofertas públicas resulta inaplicable a los mismos.

4. Otra parte fundamental del Manual está referida a los sujetos del mercado incluyendo, sin embargo, en este capítulo, además de a los emisores, inversores e intermediarios financieros, los mercados o sistemas multilaterales de negociación (que enlaza con el contenido del capítulo VII sobre estructuras de negociación), la actividad de supervisión y su regulación, para finalizar con la reseña de los prestadores de servicios accesorios de interés público por la labor informadora y de expresión de opiniones que conlleva, incluyendo a los auditores y analistas y a las sociedades de calificación del riesgo o agencias de *rating*. La importancia sustancial de los emisores radica en su consideración como productores de valores mobiliarios, de modo que a ellos se les imputa la declaración de voluntad que sirve de decisivo impulso para el proceso genético subyacente a su emisión. Se destaca en este sentido, la inexistencia de un régimen unificado en relación a la capacidad de emisión de cada uno de estos sujetos de modo que su delimitación obliga a un análisis previo que viene determinado por la norma que regula cada tipo concreto de valor mobiliario. El capítulo IX de la obra está especialmente dedicado a las sociedades cotizadas o abiertas a quien se las dota de una importancia excepcional puesto que su autonomía como categoría funciona como motor del desarrollo del Derecho de los valores mobiliarios y de la creación de autoridades de supervisión y se revela como un subtipo societario con características que la distinguen en relación a la sociedad anónima. Las páginas dedicadas a los inversores parten de la distinción entre inversores cualificados y no cualificados, y en relación a estos últimos se mencionan algunas de las garantías establecidas para su protección como los sistemas de indemnización. Los intermediarios financieros ocupan también el comentario agudo del autor, después de realizar las precisiones terminológicas necesarias como consecuencia en este caso de su regulación también por un DL n.º 298/1992, de 31 de diciembre, por el que se aprueba el Régimen general de las instituciones de crédito y de las sociedades financieras.

Respecto a los mercados y a los sistemas multilaterales de negociación (desarrollados después en el capítulo VII con el título estructuras de negociación) el autor nos recuerda cómo en el Derecho portugués no existe la consagración legal de la clasificación de los mercados en primarios (sobre esta materia también vuelve, en este caso en el capítulo IV para hacer referencia a la creación de valores mobiliarios) y secundarios (el capítulo V está dedicado a su transmisión, como siempre con un exhaustivo estudio de las diferentes modalidades de transmisión posibles en el Derecho portugués tras la previa reseña de la evolución habida en esta materia). En aquel Derecho, la bolsa había sido tradicionalmente el mercado secundario de referencia, hasta la transposición de la directiva de abuso de mercado a través del DL n.º 56/2006, de 15 de marzo, que ha supuesto la eliminación del concepto de bolsa del *Código dos Valores Mobiliários*, basándose en el argumento de la adecuación al régimen comunitario y al régimen de las entidades gestoras. Esta decisión legislativa merece la crítica del profesor CÁMARA quien considera que para alinearse plenamente con los datos comunitarios hubiera bastado considerar el concepto de mercado reglamentado. En esto caso, se destaca el

papel que están asumiendo las bolsas de valores con cada vez mayores volúmenes de negociación, hablándose de ellas como mercado de mercados. Con la transposición de la MiFID pasa a imponerse como categoría el concepto de estructuras organizadas de negociación que comprende el concepto de mercado reglamentado, los sistemas multilaterales de negociación y la internalización sistemática. Esta concurrencia de bolsas con otros intermediarios financieros asume características de especial complejidad y ambivalencia, en particular, en sistemas financieros con fuerte peso del sector bancario, como es el caso portugués. Esta concurrencia se ve exponencialmente aumentada cuando por la transposición de la Directiva señalada se suprime el principio de concentración de ejecución de órdenes en los mercados reglamentados, permitiendo la internalización sistemática de órdenes, esto es, por clientes fuera del mercado y a expensas de la cartera propia del intermediario.

En lo que se refiere al repaso de temas como la supervisión financiera —en cuanto sistema de verificación de conformidad con las normas preexistentes y la diferenciación y ventajas y desventajas entre sistemas monistas y sistemas de supervisión especializados por órganos o por la función que desempeñen— y la regulación de este sector, el autor destaca en su obra la gran importancia que adquiere en este ámbito la autorregulación con las implicaciones que esta posibilidad conlleva y que, sin embargo, en ningún caso debe ser considerada como un sustituto, sino como un complemento de las intervenciones legislativas y reglamentarias. Completa este apartado con una referencia dedicada al interesante debate entre la regulación basada en reglas y la regulación basada en principios y los exponentes de esta última modalidad presentes tanto en la estrategia legislativa de la Comisión Europea como en el IOSCO, aunque también es cierto que esta discusión no se circunscribe en absoluto al Derecho del mercado de valores ni puede zanjarse decantándose por una regulación u otra sino más bien por la presencia de ambos sistemas en la mayoría de los Ordenamientos jurídicos. En todo caso, los sistemas basados en principios contemplan previsiones legislativas normalmente más sintéticas, apareciendo la codificación de este material normativo como una forma de contribuir a este resultado dada la mayor estabilidad que se presupone en los Códigos, aunque también es cierto que no queda garantizada en absoluto dada la enorme producción reglamentaria producida por las autoridades de supervisión con las que, por otro lado, mantienen un mayor diálogo de igual modo que con los participantes en el mercado. Este sistema además es menos permeable a las lagunas jurídicas y se ajusta en mayor medida a un mercado en evolución, demostrando la mayor madurez de éste y de sus participantes. Por el contrario, un sistema basado en reglas es mucho más rígido pero aporta mayor certeza jurídica (en este sentido, no cabe duda de que la MiFID es una directiva asociada a una regulación basada en principios lo que se pone de manifiesto en su autocontención para el desarrollo normativo de los temas por ella planteados, como los denominados de armonización máxima que impiden a los Estados ese mayor desarrollo en los Derechos internos).

5. La actividad de intermediación, clarificando el régimen de los deberes generales de los intermediarios financieros y la prevención del conflicto de intereses, así como de los contratos celebrados para llevar a cabo esta actividad, ocupa también un lugar de fundamental importancia en el Manual, junto a los temas anteriormente señalados, mencionando expresamente la reserva de actividad o el exclusivo ejercicio de

actividades de intermediación financiera; los servicios y las actividades de inversión y los servicios auxiliares (puede consultarse en esta misma Revista, “El deber de adecuación de los intermediarios financieros a la MiFID en el derecho portugués”, núm. 3, págs. 147-159).

6. Un estudio especial requieren por parte del autor las ofertas públicas, estudiadas extensamente en el capítulo X de la obra y también en el título del Código dos Valores Mobiliários más extenso, en concreto, en los artículos 108 a 197 donde se recogen pormenorizadamente las reglas procedimentales relativas a las ofertas, los deberes de información ligados al contenido del folleto y los poderes de fiscalización de la autoridad de supervisión, además de iniciarse con una parte general relativa a todo tipo de ofertas públicas sin circunscribirse a las ofertas públicas de suscripción, con el objetivo de lograr un tratamiento más sistemático de todos los institutos generales ligados a las ofertas públicas. A partir de estas reglas generales, se realiza un tratamiento mucho más riguroso de las reglas especiales dedicadas a diversos tipos de ofertas. De este modo, la OPA tiene su tratamiento en la parte general, mientras que la OPA obligatoria lo tiene en la parte especial. Con esta regulación lo que se pretende es evitar incoherencias sistemáticas, repeticiones y remisiones en exceso. El legislador se ha preocupado además de elaborar un concepto normativo de oferta pública para no dejar a la consideración del intérprete cuándo nos encontramos ante una oferta de estas características y procurar que sus destinatarios se vean rodeados de la máxima protección que es, fundamentalmente, informativa, pero que también propicia una intervención más profunda de las autoridades de supervisión.

7. La amplitud y profundidad de temas recogidos en este Manual han permitido también al autor transitar por cuestiones más colaterales pero tan interesantes como los delitos del mercado cuyo estudio no es considerado como un apéndice, sino como parte integrante del Derecho de los valores mobiliarios (en el Derecho portugués son considerados como tales el abuso de información privilegiada y la manipulación del mercado) o el Derecho internacional de los valores mobiliarios con el que lo cierra, destacando la ampliación de posibilidades que su existencia determina, la libre elección de los inversores y de los operadores, pero al tiempo el importante incremento de los riesgos que supone. Y aún antes encontramos capítulos dedicados al capital riesgo y a la gestión de patrimonios colectivos con la misma agudeza, capacidad de exposición sencilla y razonada a que nos ha acostumbrado el autor a lo largo de las numerosas páginas de este Manual.

8. En repetidas ocasiones al hacer referencia a la gran cantidad de materias cuyo tratamiento se compila en este trabajo hemos podido leer al autor la característica de la transitoriedad para hacer referencia a ellas (por mencionar algunos, el propio concepto de valor mobiliario o la estructura de la supervisión financiera). Ello pone de nuevo de manifiesto el enorme esfuerzo que supone acometer materias tan amplias y complejas a sabiendas del carácter evolutivo y no cerrado de las mismas que obligará a su revisión en un plazo más o menos breve. Por ello, no podemos por menos que finalizar esta reseña, animando al profesor CÂMARA a mantener a lo largo del tiempo esta gran labor realizada, perseverando en ella para ofrecer al público en general y al especializado, nociones claras y de referencia sobre el Derecho del Mercado de Valores, sobre

el *Direito dos valores mobiliários*, cuya lectura, con la perspectiva comunitaria e internacional que tiene incluida en sus páginas, permite que sea de gran valor para cualquiera que desde su ordenamiento se aproxime a sus páginas.

María Jesús Peñas Moyano
Profesora Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Valladolid

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 revisiones 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.