ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

— Dinero electrónico: reflexiones sobre su calificación jurídica. *Agustín Madrid Parra* 9

— Secreto profesional del abogado y blanqueo de capitales (Cuestiones a partir de la Ley 19/1993). *Íñigo Damborenea Agorria* 57

— El contrato de aseguramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de acciones. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 85

— La *Derivative Action* como medio de tutela de la posición jurídica de socio en las sociedades cotizadas. *Fernando Marín de la Bárcena* 143

CRÓNICA

— Emisores e Internet ante los Criterios de la CNMV para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados. *Daniel Rodríguez Ruiz de Villa* y *María Isabel Huerta Viesca* 167

— La transformación del mercado de crédito consecuencia de la Directiva de crédito al consumo. *Miguel Linares Polaino* y *Miguel Sánchez Monjó* 187

JURISPRUDENCIA

— El requisito de la proporcionalidad en el ejercicio de "derechos especiales del Estado" en grandes empresas privatizadas (sociedades cotizadas) que operan en sectores estratégicos o de servicio público. *Antonio Tapia Hermida* 209

— Responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad. *Nemesio Vara de Paz* 255

Página

NOTICIAS

1. VII Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. *Cristina Guerrero Trevijano* 285
2. Modificaciones reglamentarias en la regulación de los planes y fondos de pensiones: el Real Decreto 1299/2009. *Javier Fernández Alen* 291
3. El timbre como fundamento de excepción cambiaria. *Juan Sánchez-Calero* 292
4. Modificación sobre el extravío, sustracción o destrucción de la letra de cambio. *Alberto Ayala* 293
5. Novedades reglamentarias en la ordenación y supervisión de seguros privados: el Real Decreto 1298/2009. *Javier Fernández Alen* 294
6. Directiva 2009/102/CE relativa a las sociedades de responsabilidad limitada unipersonales. *Mónica Fuentes Naharro* 295
7. La nueva estructura centralizada de supervisión de los mercados financieros en la Unión Europea: las propuestas regulatorias de la Comisión de 23 de septiembre de 2009 para la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y del Sistema Europeo de Supervisores Financieros. *Alberto Javier Tapia Hermida* 296
8. Nueva Directiva sobre obligaciones de información y de documentación en el caso de fusiones y escisiones. *Juan Sánchez-Calero* 297
9. Francia: sobre la obligación de la banca de aceptar el rechazo, por parte del titular, de un cargo efectuado en su tarjeta. *Mónica Fuentes Naharro* . 298
10. Unificación de criterios sobre la excepción en procedimiento cambiario del defectuoso cumplimiento del contrato subyacente. *Alberto Ayala* 299
11. Resolución de la Comisión Nacional de la Competencia de 29 de mayo de 2009: Inexistencia de conductas prohibidas en la celebración de los seguros de vida para garantizar la restitución de préstamos hipotecarios por entidades de crédito. *Alberto Javier Tapia Hermida* 299
12. La paridad de trato de los accionistas y la Sentencia Audiolux del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. *Juan Sánchez-Calero* 303
13. Sobre la delegación de la facultad de convocar la Junta. *Blanca Villanueva García-Pomareda* 305
14. El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating"). *Alberto Javier Tapia Hermida* 306
15. La reforma de la Ley de Auditoría de Cuentas. *Juan Sánchez-Calero* . 313
16. Publicado el Informe Walker. *Juan Sánchez-Calero* 315

Página

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía 319

RECENSIONES

— Fernando Sánchez-Calero, Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs), por Reyes Palá Laguna 327

— AA.VV., El consumidor en la contratación bancaria electrónica, por Juan Sánchez-Calero 335

Artículos

DINERO ELECTRÓNICO: REFLEXIONES SOBRE SU CALIFICACIÓN JURÍDICA (1)

AGUSTÍN MADRID PARRA

Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad "Pablo de Olavide"
Sevilla

RESUMEN

En el estudio se examina el concepto legal de dinero electrónico. Precede un examen del concepto funcional conforme a la práctica en el uso de dicho medio de pago. Tras el examen del régimen jurídico básico del dinero electrónico, se hace un recorrido por diferentes categorías jurídicas analizando los puntos de convergencia y divergencia con respecto al dinero electrónico en cuanto instrumento financiero más novedoso. Se concluye que la configuración legal del dinero electrónico toma elementos de otras instituciones jurídicas (medios de pago), pero sin identificarse plenamente con ninguno de ellos. Por el contrario, goza de una configuración jurídica propia y autónoma, que tiende a convertirlo en el equivalente funcional del dinero físico y, por tanto, con efecto jurídico pro soluto *en relación con el pago hecho.*

Palabras clave: *Dinero electrónico, medios de pago, tarjetas prepago, transferencia electrónica de fondos, Internet, comercio electrónico.*

ABSTRACT

This paper refers to the legal concept of electronic money. It stars with an examination of the functional concept according to practice in using such means of payment. Following consideration of the basic legal regime of electronic money, it looks at different legal categories to analyze the points of convergence and divergence with respect to electronic money as more innovative financial instrument. We conclude that the legal configuration of electronic money takes elements from other legal institutions (means of payment), but not fully identified with any of them. On the contrary, there is a legally separate and independent setting, which tends to be the functional equivalent of physical money and, therefore, with legal effect pro soluto *in connection with the payment.*

Key words: *Electronic money, means of payment, prepaid cards, electronic funds transfer, Internet, e-commerce.*

---

(1) Este trabajo se enmarca dentro del Proyecto de Investigación del Plan Nacional I+D+i, SEJ2007-65485/JURI "El comercio electrónico, con particular referencia al sistema financiero", subvencionado por el Ministerio de Educación y Ciencia y cofinanciado por el FEDER, en el que el autor aparece como investigador principal. Las ideas básicas aquí contenidas fueron objeto de presentación en la ponencia del autor expuesta el día 21 de mayo de 2009 en el Congreso Internacional sobre Derecho del comercio electrónico y sistema financiero, celebrado en la Universidad Pablo de Olavide, de Sevilla.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. CONCEPTO DE DINERO ELECTRÓNICO.

1. Concepto funcional.
2. Concepto legal.

2.1. Notas características.
2.2. Efectos del pago.

III. DIVERSAS CALIFICACIONES JURÍDICAS.

1. Cesión de crédito.
2. Título valor.
3. Tarjeta de pago (crédito/débito).
4. Transferencia electrónica de fondos.
5. Dinero "convertible".

IV. AUTONOMÍA LEGAL Y CONCEPTUAL.
V. LIMITACIONES LEGALES.

1. Emisión.
2. Reembolso.
3. Caducidad.

VI. GARANTÍA.
VII. CONCLUSIÓN.
VIII. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

El uso de las nuevas tecnologías es ya un fenómeno generalizado en todos los ámbitos de la actividad humana. El sector financiero ha sido pionero en su utilización. El desarrollo de este sector ha ido de la mano del empleo de las llamadas nuevas tecnologías. Su uso se ha dado tanto en el interior de las empresas y mercados como en las relaciones comerciales, en general, y contractuales, en particular, con los clientes. El empleo de medios electrónicos ha sido un factor determinante en la competitividad dentro del sector financiero. Ha propiciado la eficiencia y la competencia.

Una vez que se ha puesto de manifiesto la utilidad del empleo de medios telemáticos y electrónicos, ha surgido la demanda de seguridad jurídica. Se ha pedido el reconocimiento explícito del valor jurídico de los contratos celebrados por medios electrónicos, esto es, la llamada contratación electrónica. La realidad de las relaciones humanas, en general, y del comercio, en particular, va de hecho por delante del Derecho. En consecuencia, cuando el legislador interviene, difícilmente puede pronunciarse en contra de esa realidad.

Por eso, los legisladores nacionales y los organismos internacionales de armonización normativa se han ocupado de llevar a cabo la elaboración de normas relacionadas con el uso de los medios electrónicos y telemáticos, especialmente en la contratación. Dos han sido fundamentalmente las materias objeto de regulación: el comercio electrónico, como materia de carácter general, y la firma electrónica, como instrumento específico susceptible de utilización tanto dentro del ámbito mercantil como fuera de él. Así ha sucedido en organizaciones supranacionales y dentro de muchos Estados, como es el caso del español [2].

Hay normas de dos tipos: unas de carácter general, que reconocen la validez jurídica o fuerza probatoria de la información contenida en soportes electrónicos, y otras específicas ,que contienen la configuración jurídica de nuevos instrumentos electrónicos, como las llamadas firmas electrónicas o el denominado dinero electrónico. Aquí nos proponemos hacer una aproximación a la configuración jurídica del dinero electrónico en nuestro ordenamiento.

II. CONCEPTO DE DINERO ELECTRÓNICO

Bajo el epígrafe "Dinero electrónico", la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero [3] establece en su artículo 21 el régimen legal básico de las entidades de dinero electrónico y de éste mismo, luego desarrollado por Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades

---

[2] Como instrumentos internacionales de armonización normativa, la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI/UNCITRAL) elaboró, y la Asamblea General recomendó, dos Leyes modelo y una Convención: Ley Modelo sobre Comercio Electrónico (1996), Ley Modelo sobre las Firmas Electrónicas (2001) y Convención de las Naciones Unidas sobre la Utilización de las Comunicaciones Electrónicas en los Contratos Internacionales (2005). La Unión Europea, por su parte, adoptó dos Directivas: Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico) (Diario Oficial de las Comunidades Europeas núm. L 178, de 17 de julio de 2000), y Directiva 1999/93/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de diciembre de 1999, por la que se establece un marco comunitario para la firma electrónica (Diario Oficial de las Comunidades Europeas núm. L 13, de 19 de enero de 2000). En España tenemos las dos disposiciones generales siguientes: Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico (BOE núm. 166, de 12 de julio; corrección de error en BOE núm. 187, de 6 de agosto), y Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica (BOE núm. 304, de 20 de diciembre).

[3] Boletín Oficial del Estado núm. 281, de 23 de noviembre.

de dinero electrónico [4]. La regulación legal que vio la luz en el Boletín Oficial del Estado es la que ya se contenía en el Anteproyecto de Ley enviado al Consejo de Estado. Este alto órgano consultivo formuló alguna observación e igualmente se presentaron algunas enmiendas en la tramitación parlamentaria, pero sin resultado práctico.

La Ley 44/2002 incorporó a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio así como la supervisión cautelar de dichas entidades [5], y la Directiva 2000/28/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, por la que se modifica la Directiva 2000/12/CE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio [6].

La regulación del dinero electrónico constituye un ejemplo más de respuesta por parte del legislador al efectivo uso de las nuevas tecnologías en la sociedad actual. Primero surge la práctica por la cual se efectúan pagos mediante un denominado "dinero electrónico". A continuación el legislador tiene que regular y dar cauce jurídico a dicha práctica.

El llamado dinero electrónico representa un paso más (probablemente no el último) en la evolución de los medios de pago en general y del dinero en particular [7].

---

(4) BOE núm. 54, de 3 de marzo.

(5) Diario Oficial de las Comunidades Europeas núm. L 275, de 27 de octubre de 2000.

(6) Directiva 2000/12/CE publicada en Diario Oficial de las Comunidades Europeas núm. L 126 de 26 de mayo de 2000. Directiva 2000/28/CE publicada en Diario Oficial de las Comunidades Europeas núm. L 275, de 27 de octubre de 2000.

(7) Durante el proceso de impresión de este trabajo-ponencia, ha visto la luz en el Diario Oficial de la Unión Europea del día 10 de octubre de 2009 la Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las Directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE y se deroga la Directiva 2000/46/CE. Se ha optado por mantener el texto preexistente, si bien con indicación de aquellas cuestiones más relevantes contenidas en la mencionada Directiva 2009/110/CE. Esta Directiva deroga y sustituye a la anterior Directiva 2000/46/CE, aunque la entrada en vigor, conforme al artículo 21 de la propia Directiva, no tiene lugar hasta el día 30 de abril de 2011. El mismo artículo determina que "Las referencias a la Directiva derogada se entenderán hechas a la presente Directiva".

La nueva Directiva hace ya referencia al contexto en el que se desenvuelve el uso del dinero electrónico, a saber: los medios de pago. Así en su considerando 3 afirma que la "Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior (5), crea un marco jurídico moderno y coherente para los servicios de pago". A fin de garantizar la igualdad de condiciones a todos los proveedores de servicios de pago, se afirma en el considerando 4 que es necesario revisar las normas a que están sujetas las entidades de dinero electrónico, al "objeto de eliminar los obstáculos de entrada al mercado y facilitar el acceso a la actividad de emisión de dinero electrónico, y su ejercicio". Como se dice en el considerando 2, en "el informe sobre la Directiva 2000/46/CE, la Comisión destacó la necesidad de revisar la citada Directiva, por considerar que algunas de sus disposiciones habían obstaculizado la creación de un verdadero mercado único de servicios de dinero electrónico".

Como es sabido, en el desarrollo de la actividad económica y del comercio, primero tuvo lugar el simple intercambio o trueque (permuta) de productos. Después se utilizó el dinero-mercancía, caso este en el que el valor del medio de pago correspondía al de la propia mercancía que se entrega como pago, a saber: la sal o el oro, por ejemplo.

La utilización de dinero metálico en el comercio implicaba el riesgo "trayecticio". El mercader tenía que desplazarse con monedas para adquirir productos. En el trayecto o camino corría el riesgo de ser asaltado y desposeído del dinero. Como solución surgieron los cambistas, que recibían el dinero en metálico y a cambio entregaban un recibo, pagaré o letra de cambio, que se podían hacer efectivos por su valor en un lugar diferente. Los cambistas son el antecedente de los banqueros, que luego emitirían billetes de banco. Finalmente, los bancos centrales acabarían emitiendo los billetes y acuñando las monedas. De esta forma, el valor del medio de pago ya no reside en la propia materia o soporte, sino en el respaldo legal del emisor. Se habla así de papel-moneda o dinero legal.

En la actualidad hay otros instrumentos o medios de pago, además, del dinero, como son los cheques, las letras de cambio, las tarjetas (de pago diferido, débito o crédito), las transferencias o los créditos documentarios, por ejemplo [8]. El proceso de "espiritualización" o "desmaterialización", que es una constante en la instrumentación de las relaciones jurídicas, se pone también de manifiesto en lo que a los medios de pago se refiere. Así, del giro postal se pasa al giro telegráfico o electrónico, de la transferencia manuscrita a la electrónica, y del dinero en papel al dinero bancario y, ahora, al dinero electrónico.

1. Concepto funcional

Lo que se ha dado en llamar "dinero electrónico" (*e-cash, electronic money*) es un instrumento de pago por el cual unos valores monetarios se almacenan en un soporte técnico que obra en poder del consumidor [9]. En sentido amplio, pues, se conceptúa como "el almacenamiento electrónico de un valor monetario en soporte técnico que pueda ser ampliamente utilizado para realizar pagos a empresas distintas del emisor, sin que hayan de verse necesariamente implicadas en la operación las cuentas corrientes de las partes, sino que funcione como un instrumento prepagado al

---

[8] Sobre *Debit, Credit, and Charge Cards*, vid. ROSENBERG, A.S.: "Better than Cash? Global Proliferation of Payment Cards and Consumer Protection Policy", 44 Colum. J. Transnat'l L. 520 (Columbia Journal of Transnational Law 2006), p. 525-529, y en 60 Consumer Fin. L.Q. Rep. 426 (Consumer Finance Law Quarterly Report, Fall, 2006), p. 427-429.

[9] BANCO CENTRAL EUROPEO: "Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico", *Boletín Mensual del BCE,* noviembre de 2000.

portador" [10]. Su uso en la década de los años noventa del siglo XX hizo que se suscitase la necesidad de su regulación jurídica. De ahí las iniciativas en la Unión Europea que se plasmaron en la Directiva 2000/46/CE, y la Directiva 2000/28/CE, especialmente la primera, que luego sería derogada por la Directiva 2009/110/CE [11].

En la práctica se empezaron a utilizar diversos medios de pago en soporte electrónico. Como se ha indicado, se comenzó a utilizar la expresión "dinero electrónico", a la que, según los casos, se daba un contenido amplio o restringido. En el primer caso se incluyen medios de pago electrónicos tanto en Internet como fuera de la red. En el segundo caso se aplica sólo a instrumentos de pago específicamente diseñados:

a) como dinero "digital" para su uso exclusivo en Internet [12], o

---

[10] BANCO CENTRAL EUROPEO: *Informe sobre el dinero electrónico*, agosto 1988. Un concepto amplio y otro estricto de dinero electrónico, basado en el concepto de transferencia electrónica de fondos, se ofrece en RICO CARRILLO, M.: "Dinero electrónico", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 31, octubre de 2002, p. 5, para quien dinero electrónico en sentido amplio "se identifica con cualquier sistema de pago que requiera para su funcionamiento una tecnología electrónica, abarcando esta denominación, las tarjetas electrónicas, los títulos valores electrónicos (cheques y letras de cambio)1, las cartas de crédito electrónicas, el dinero efectivo electrónico así como cualquier otra forma de pago que implique la existencia de un medio electrónico para hacerse efectivo". En sentido restringido, sin embargo, el concepto "dinero electrónico" alude al "dinero efectivo electrónico" o dinero digital, "utilizándose esta expresión únicamente para referirse a las monedas y billetes electrónicos como sustitutos del dinero metálico o del papel moneda tradicionalmente conocido". Ambos conceptos de RICO han hecho fortuna, siendo recogidos y reproducidos literalmente con cita de sus "Nuevas alternativas de pago en Internet: el dinero electrónico y sistemas de micropagos", *Revista de Derecho Privado*, Bogotá, núm. 29, Universidad de los Andes, diciembre, 2002, p. 141, por RINCÓN CÁRDENAS, E.: *Manual de derecho de comercio electrónico y de Internet*, Bogotá, 2006, p. 262-263.

Se contrapone "nueva forma de dinero" a "nuevo medio de pago", en el sentido de que aquélla, a diferencia de éste, no requiere la existencia de un depósito bancario o línea de crédito, en CRAWFORD, B.: "New Methods of Payment and New Forms of Money", 20 B.F.L.R. 393 (Banking & Finance Law Review, june, 2005), p. 393-394.

[11] Para una relación de documentos de finales del siglo XX sobre el dinero electrónico, vid. RICO CARRILLO, M.: "Dinero electrónico", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 31, octubre de 2002, p. 7, nota 3.

[12] El dinero digital generado en un ordenador funciona de forma similar a un cheque librado contra el saldo disponible en una cuenta. Los "billetes electrónicos", como sustitutos del papel moneda, sustituyen a éste por un conjunto de bits representativos de un determinado valor denominados *tokens*, que se almacenan en el disco duro de un ordenador y pueden ser transmitidos a través de Internet para efectuar pagos. Previamente se ha de producir la validación por parte de una entidad financiera. Uno de los sistemas de emisión es el denominado *E-Cash* gestionado por la empresa holandesa *Digi-Cash*, fundada por David Chaum, a quien se le atribuye la paternidad del dinero digital. El *Mark Twain Bank* fue el primer banco que usó *E-cash*. Vid. http://www.marktwain.com/ecash.html. Para mantener el anonimato, el emisor puede utilizar el sistema de la "firma a ciegas", de forma que no se sepa quién ha gastado el "billete electrónico". Para el funcionamiento del dinero digital, vid. ÁLVAREZ MARAÑÓN, G.: "Dinero electrónico", *PC World*, noviembre de 1999, p. 332-333; DÁVILA MURO, J., MORANT RAMÓN, J.L., y SANCHO RODRÍGUEZ, J.: "Dinero digital: pagos sin rastro", IX Encuentro sobre Informática y Derecho, Instituto de Informática Jurídica, Madrid 1995; MADRID PARRA, A.: "Seguri-

b) como "monedero electrónico" para efectuar "micropagos" en las transacciones presenciales fuera del ciberespacio (13).

Se ha definido el dinero electrónico, en términos amplios, como la representación por medio de un soporte informático de depósitos de dinero de curso legal u otros valores o activos financieros cuantificables, cuya circulación se realiza por medio de una transferencia electrónica de fondos (14). En un sentido más preciso probablemente no se deba incluir dentro del concepto de dinero electrónico la representación de valores y activos financieros en general, ya que éstos a su vez no representan al dinero, sino que tienen su propio valor económico que, por lo general, varía casi permanentemente; lo que se pone en particular de manifiesto cuando los valores son objeto de cotización en un mercado secundario.

---

dad, pago y entrega en el comercio electrónico", *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 241, julio-septiembre 2001, p. 1216-1221; IDEM: "Seguridad en el comercio electrónico", en *Contratación y comercio electrónico* (dir. F.J. Orduña Moreno), Valencia de 2003, p. 148-154; MARTÍNEZ NADAL, A.: "Medios de pago en el comercio electrónico", *Actualidad Informática Aranzadi*, octubre, 2000, p. 9-10; RICO CARRILLO, M.: "El pago mediante tarjetas en el comercio electrónico a través de Internet", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 3, marzo de 2000, p. 3-44; IDEM: "La regulación de las Entidades de Dinero Electrónico en España", *Derecho y Nuevas Tecnologías*, núm. 5, 2004-2, p. 189-197. La expresión "billetes electrónicos" aquí utilizada no se debe confundir con el llamado "billete electrónico" como título de transporte de pasajeros; sobre este "billete electrónico" en el ámbito del transporte aéreo, vid. GUERRERO LEBRÓN, M.ªJ.: "Nuevas tendencias en la documentación del transporte aéreo de pasajeros: el billete electrónico", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 38, mayo de 2003, p. 3-25.

(13) Los monederos electrónicos son "tarjetas prepago que contienen un fondo de pago materializado en un chip que tienen incorporado, en el que se almacenan elementos o unidades de valor que previamente se han incorporado con cargo a la cuenta propia o mediante su carga con efectivo, y siempre por un importe determinado que permite ir pagando hasta que dicho importe se agote, pudiendo ser recargable o desechable; con lo cual, y pos (sic) sus propias características, están diseñadas para pequeños pagos en efectivo". [PLAZA PENADÉS, J.: "Contratación electrónica y pago electrónico (en el derecho nacional e internacional)", en *Contratación y comercio electrónico* (dir. F.J. Orduña Moreno), Valencia, 2003, p. 458-459]. Para una concepción diferenciada de dinero de red y dinero electrónico, vid. ROMERO FERNÁNDEZ, J.A.: "El marco comunitario de las entidades de dinero electrónico: perfiles jurídico-privados", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 17, junio de 2001, p. 37-38, donde identifica dinero electrónico con tarjetas prepagadas. "Los monederos electrónicos basados en tarjetas, y ciertos tipos de cheques electrónicos entran dentro de esta categoría" —sistemas de prepago— (DÁVILA MURO, J., y LÓPEZ MUÑOZ, J.: "Sistemas electrónicos de micropago", *Revista de la Contratación Electrónica,* núm. 22, diciembre de 2001, p. 7). Para una descripción del "monedero electrónico", también denominado "tarjeta inteligente o tarjeta chip", vid. ARRANZA, L., y GONZÁLEZ ESPADA, F.J.: "E-Banking. Medios de pago y servicios financieros", en *Internet. Claves legales para la empresa*, Madrid, 2002, p. 725-726.

(14) GUERRA BALIC, J.T.: "La conclusión de contratos por medios informáticos", *Informática y Derecho*, núm. 8, Mérida, 1995, p. 114. Vid. CARRASCOSA LÓPEZ, V.; POZO ARRANZ, M.ªA.; RODRÍGUEZ CASTRO, E.P.: *La contratación informática: El nuevo horizonte contractual. Los contratos electrónicos e informáticos*, 3.ª ed., Granada, 2000, p. 36; MORENO NAVARRETE, M.A.: *Contratos electrónicos*, Madrid, 1999, p. 39.

Un concepto más ajustado y simple de dinero electrónico es el que lo entiende como aquel instrumento de pago reflejado en un soporte informático y que, a través de las transferencias electrónicas de fondos, persigue la misma finalidad que el dinero tradicional, dependiendo la efectividad del mismo de su realización (15). En consecuencia, hay quien afirma que "el dinero electrónico carece de eficacia liberatoria hasta su definitiva realización en papel-moneda por el estricto cumplimiento del artículo 1170" (16). Sin embargo, tal afirmación puede resultar excesiva. Se puede entender que ha llegado a buen fin la realización de un instrumento de pago, en papel o en soporte electrónico, por el mero abono en una cuenta del acreedor, sin que éste haya tomado efectiva posesión de ningún papel moneda.

Probablemente un concepto más preciso es el que ofrece BARRIUSO: "El dinero electrónico, o moneda digital en efectivo, es en esencia una información digital autentificada, singularizada y firmada electrónicamente, que se admite como representación de éste y como un instrumento de pago" (17).

Desde un punto de vista funcional, los ensayos para desarrollar diversos instrumentos técnicos, que permitan implementar sistemas electrónicos de pago, han corrido paralelos al propio desarrollo y expansión del comercio electrónico. Muchas de las propuestas, sin embargo, quedaron en la fase de diseño (18). Otras fenecieron rápidamente (19). El éxito y la fortaleza de cualquier instrumento de pago dependen de su

---

(15) CARRASCOSA LÓPEZ, V.; POZO ARRANZ, M.ªA.; RODRÍGUEZ CASTRO, E.P.: *La contratación informática: El nuevo horizonte contractual. Los contratos electrónicos e informáticos*, 3.ª ed., Granada, 2000, p. 36.

(16) MORENO NAVARRETE, M.A.: *Derecho-e. Derecho del comercio electrónico*, Madrid, 2002, p. 123.

(17) BARRIUSO RUIZ, C.: *La contratación electrónica*, Madrid, 1998, p. 273, 2006 (3.ª ed.), p. 451. En última instancia BARRIUSO mantiene un concepto amplio al hacer hincapié en que consiste en información para efectuar pagos. De forma rotunda afirma: "el dinero es información" (BARRIUSO RUIZ, C.: *La contratación electrónica*, Madrid, 2006, p. 453). De ahí que bajo el epígrafe de "Métodos de pago y tipos de dinero electrónico" incluya tres grandes apartados: 1) Tarjetas electrónicas (SSL, STT, SET, MOTO, CyberCash, Monederos electrónicos, TPV virtual, CGI), 2 Dinero efectivo electrónico (e-cash de DigiCash, proyecto CAFE), 3) Cheque electrónico, 4) Otros (PayPal, CyberCoin Digit, Jalda…). Cfr. Ibíd., p. 454-465. Para un examen del concepto doctrinal de dinero electrónico, vid. PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 150-154.

(18) "De las muchas propuestas habidas muy pocas han ido más allá de la fase de diseño, ya que han sido de poca utilidad por el escaso número de usuarios". (DÁVILA MURO, J., y LÓPEZ MUÑOZ, J.: "Sistemas electrónicos de micropago", *Revista de la Contratación Electrónica,* núm. 22, diciembre 2001, p. 4).

(19) En 1999, MACINTOSH se refería a dichas dificultades, mencionando casos como el ya citado Digi-Cash: "*Meanwhile, competing electronic payment systems are struggling to survive. DigiCash, Inc. is known as the company that developed eCash, a system for making anonymous electronic payments using digital 'coins'. [FN14] However, the idea failed to catch on, and DigiCash petitioned for Chapter 11 reorganization in November 1998. [FN15] Smart cards have not fared much better. [FN16] Recently, Citibank and Chase Manhattan ended a smart card pilot program operating in the Upper West*

utilización masiva. Es imprescindible un proceso de utilización (por lo general lento) que genere confianza y, en consecuencia, incentive su uso. El empleo inicial de toda nueva tecnología despierta el recelo propio ante lo desconocido. Pero se vence pronto en cuanto se comprueba su utilidad, rentabilidad o productividad. Probablemente sea en materia de medios de pago donde las reticencias resulten de más difícil vencimiento. Así se constata que el uso del llamado dinero electrónico lleva un ritmo más lento que el desarrollo del comercio electrónico en general.

En la práctica el dinero electrónico está dirigido a facilitar la realización de pequeños pagos (micropagos) por medios electrónicos seguros y de bajo coste, que sustituyan el empleo del papel moneda y las monedas en efectivo. Técnicamente se pueden asociar con el uso de instrumentos electrónicos empleados inicialmente para otros fines, como pueden ser ordenadores o teléfonos, o también se pueden generar medios específicos a tal fin, como las denominadas *smart cards* o monederos electrónicos.

Desde un punto de vista logístico, la "instrumentación" del dinero electrónico se puede llevar a cabo por entidades privadas, por los Estados o por una combinación de ambos. Hay quienes propugnan que la puesta en circulación del dinero electrónico esté en manos de las instituciones financieras. Desde una posición opuesta, se propugna que la emisión de dinero electrónico, al igual que la del papel moneda, esté en manos de los Gobiernos. También hay quienes defienden una solución intermedia, a saber: que los Gobiernos dicten normas básicas conforme a las cuales actúen las entidades financieras emitiendo dinero electrónico [20].

La implementación técnica de la emisión del dinero electrónico tampoco está exenta de dificultades a la hora de garantizar la seguridad, al modo como sucede en la emisión de papel moneda. Cualquier protocolo de pago por medios electrónicos se dirige a proporcionar la seguridad necesaria. Para ello se suelen utilizar técnicas criptográficas más o menos sofisticadas y la intermediación de alguna entidad financiera. Siendo el objetivo la realización de micropagos, se ha de tener presente la viabilidad económica de los costes de emisión y gestión. De ahí que se haya de reducir la complejidad computacional. "Esto significa, entre otras cosas, que el empleo directo de la

---

Side of Manhattan due to a lukewarm response from the public. [FN17]" (MACINTOSH, K.L.: "The New Money", 14 Berkeley Tech. L.J. 659 —Berkeley Technology Law Journal spring 1999—, p. 661). "Una de las razones por las que DigiCash no se afianzó es que no hubo necesidad real en el mercado de esta tecnología". (MARTÍNEZ GONZÁLEZ M.: "Mecanismos de seguridad en el pago electrónico", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos,* Granada, 2007, p. 24). DigiCash fue relanzado posteriormente por eCash Technologies, Inc. (Cfr. MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 134).

[20] Vid. DÁVILA MURO, J., y LÓPEZ MUÑOZ, J.: "Sistemas electrónicos de micropago", *Revista de la Contratación Electrónica,* núm. 22, diciembre de 2001, p. 5 y autores allí citados.

criptografía de clave pública, de alto coste computacional, no es lo más adecuado pues resulta finalmente cara" (21).

Los micropagos presenciales se suele realizar mediante monederos electrónicos, consistentes en tarjetas de circuitos integrados (o microprocesadores, inteligentes o de memoria) como soporte físico. También se puede realizar el pago utilizando teléfonos móviles. Pero en este caso, como cuando se realizan pagos no presenciales a través del ordenador, se trata de monederos virtuales, que "dependen de programas instalados". En todo caso, "el valor electrónico expresa la cantidad de dinero que reside, en la memoria recargable, y la operación de recarga suele requerir de la intervención de una institución financiera" (22).

Desde un punto de vista práctico, DORAL resume la instrumentación del dinero electrónico en las tres modalidades siguientes (23):

a) El ya mencionado DigiCash o cupones electrónicos, con un valor monetario, generados por el usuario mediante una aplicación informática, que les asigna un núme-

---

(21) DÁVILA MURO, J., y LÓPEZ MUÑOZ, J.: "Sistemas electrónicos de micropago", *Revista de la Contratación Electrónica,* núm. 22, diciembre de 2001, p. 11, quienes en páginas 13 y siguientes describen algunos ejemplos de funcionamiento de protocolos de micropago, a saber:

1. Millicent: utiliza una forma de moneda electrónica denominada *scrip* (la unidad puede ser una milésima de dólar USA). Los usuarios adquieren lotes de *scrips* de diferentes comerciantes (para luego pagarles con tal moneda) a través de un agentes de negocios (generalmente una institución financiera).
2. SubScrip: es un sistema de prepago para pago-por-visión (*pay-per-view*).
3. Kleine: es un sistema que ofrece una plataforma segura de pago, bajo el control de un banco. Utiliza un monedero virtual, coordenadas bancarias y una dirección electrónica.

Para una clasificación que distingue entre sistemas abiertos y cerrados, vid. TASK FORCE ON STORED-VALUE CARDS: Report on "A Commercial Lawyer's Take on the Electronic Purse: An Analysis of Commercial Law Issues Associated with Stored-Value Cards and Electronic Money", 52 Bus. Law. 653 (Business Lawyer, february, 1997), p. 657-662.

ROGERS, por su parte, presenta una división tripartita de los medios de pago: "*currency, deposit account transfer systems, and note transfer systems*" (ROGERS, J.S.: "The New Old Law of Electronic Money", 58 SMU L. Rev. 1253 —Fall 2005 Southern Methodist University—, p. 1254).

(22) DÁVILA MURO, J., y LÓPEZ MUÑOZ, J.: "Sistemas electrónicos de micropago", *Revista de la Contratación Electrónica,* núm. 22, diciembre de 2001, p. 13.

(23) DORAL, A.: *Seguridad en Internet y medios de pago electrónicos*, Madrid, 2002, p. 24-25, donde añade que "cada día se lanzan nuevas ideas al mercado. Ideas que cuajan, ideas que se desvanecen…". Tal es el caso, por ejemplo, de los monederos electrónicos con reconocimiento de voz. SEOANE, por su parte, recoge un listado más extenso de medios de pago tanto tradicionales como propios del comercio electrónico. Entre estos últimos se encuentran pasarelas de pago o medios electrónicos que permiten hacer pagos con cargo a tarjetas o cuentas bancarias. Entre los medios citados, se pueden calificar como dinero electrónico en sentido amplio, instrumentos como los monederos virtuales (por ejemplo *CyberCash*), pagos telefónicos (por ejemplo, *mobipay* que supone la vinculación de un número de teléfono móvil con una tarjeta de crédito o débito), pagos mediante SMS (el usuario recibe una clave de acceso de duración limitada para realizar micropagos), o pagos mediante el correo electrónico (por ejemplo *PayPal*, sistema de pago que vincula el e-mail con una tarjeta de crédito o cuenta bancaria para realizar pagos en tiendas virtuales). Cfr. SEONE BALADO, E.: *La nueva era del comercio: El comercio electrónico. Las TIC al servicio de la gestión empresarial*, Vigo, 2005, p. 212-222.

ro aleatorio y que una entidad de crédito valida mediante su firma digital. Cuando se utilizan dichos cupones se identifican multiplicando su número de serie por un "factor ciego" (número desconocido) que permite mantener el anonimato del emisor. La entidad de crédito ha de mantener un registro que garantice que cada cupón electrónico es utilizado una sola vez. Se trata de un sistema complejo y de difícil gestión.

b) Tarjetas chip o tarjetas inteligentes. Son tarjetas de prepago. La dificultad aquí reside en la necesaria estandarización para su uso generalizado. Son necesarios lectores para realizar los pagos y para recargar [24].

c) Pago a través de teléfono móvil. Como principal ventaja se señala que no es necesario transferir información sensible como es un número de tarjeta. Basta con el uso del teléfono y un número PIN.

El hecho de que se puedan realizar pagos por distintos medios electrónicos no debe llevar a la falsa conclusión de que en todos los casos de trata de dinero electrónico. Tal afirmación sólo es posible desde una acepción absolutamente amplia y funcional. En el comercio electrónico lo que se demanda es facilidad y seguridad para realizar los pagos también por medios electrónicos. Tal fin se consigue tanto implementando versiones electrónicas de instrumentos de pago mercantiles preexistentes (letra, cheque, tarjeta, transferencia) o creando instrumentos específicos *ad hoc*, como el denominado *e-cash*, bien tenga como soporte una aplicación informática o el microprocesador de una tarjeta. En realidad, también en este último caso se está buscando el equivalente funcional, no ya de los instrumentos mercantiles sustitutivos del dinero, sino de este mismo. Por eso, desde un punto de vista funcional impera la tendencia hacia la afirmación de un concepto amplio de dinero electrónico, por cuanto se califica como tal cualquier medio digital que permite cumplir la función de pago del dinero propiamente dicho o de otros instrumentos mercantiles, que en representación del mismo, se dirigen a idéntico fin.

2. Concepto legal

Sin embargo, desde un punto de vista jurídico, hay que atenerse al concepto legal existente. En España, esta materia novedosa al comienzo del tercer milenio fue objeto de regulación por primera vez en la Ley 44/2002. Como se puede constatar, la técnica legislativa utilizada en esta Ley es la de modificar la redacción de gran número de

---

[24] "No se trata sólo de una tarjeta con un procesador, sino de un instrumento inteligente que dispone de un circuito integrado con una memoria de acceso libre y que puede guardar 80 veces más información que las tarjetas con una simple banda magnética". (GÓMEZ CÁCERES, D.; CORBALÁN SÁNCHEZ DE LAS MATAS, L.: *Mercados electrónicos. Nuevos sistemas de pago*, Madrid, 2001, p. 152). O dicho en otros términos: "*Conversely, the latter, turning 'memory card' into a 'smart-card', is typically associated with the more sophisticated form of a stored-value card"*. (GEVA, B.: "Recent International Developments in the Law of Negotiable Instruments and Payment and Settlement Systems", 42 Tex. Int'l L.J. 685 (Texas International Law Journal, summer 2007), p. 699, donde también afirma: "*At the same time, a payment by means of an SVP is reflected in the reduction of value stored on the card, as recorded on the card itself. Value stored on an electronic device embodied in a stored-value card is often referred to as e-money"*).

artículos de otras leyes. Sólo algunos artículos son de contenido sustantivo propio de la misma Ley 44/2002 [25]. Uno de ellos es el artículo 21 (excepto los dos últimos apartados), intitulado, como se ha indicado, dinero electrónico. Junto con el artículo 20 ("Efectos jurídicos de la contratación electrónica"), estos dos preceptos integran el capítulo IV de la Ley, bajo el epígrafe "Impulso al empleo de técnicas electrónicas". Dicho Capítulo contiene disposiciones que pretenden ser un instrumento que propicie la prestación de servicios financieros por medios electrónicos [26]. Así se pone de manifiesto en el último párrafo del apartado III de la Exposición de Motivos de la Ley cuando se afirma que se busca "impulsar la competencia, eficacia y seguridad jurídica en el ámbito financiero mediante el impulso del empleo de técnicas electrónicas. Para ello y con el objetivo de aclarar normativamente la equiparación entre la contratación a distancia y la contratación con presencia física, se habilita al Ministro de Economía para regular las especialidades respecto de las normas generales que rigen la contratación electrónica".

Dentro de este marco general aparecen disposiciones específicas que regulan concretos aspectos relacionados con el uso de medios electrónicos en las relaciones jurídicas. Tal es el caso del capítulo IV de la Ley 44/2002 [27]. En él se contienen los dos artículos citados, que son de distinta naturaleza. El artículo 20 contiene dos disposiciones habilitantes para que por Orden ministerial se puedan regular aspectos específicos de la contratación electrónica en el sector financiero. El artículo 21 contiene la regulación legal del dinero electrónico, que se lleva a cabo mediante nuevas disposiciones y también con algunas otras que modifican normas preexistentes. Como se ha señalado, por esta vía se incorpora al ordenamiento patrio la Directiva 2000/46/CE,

---

[25] El Consejo de Estado señalaba tal hecho en su Dictamen de 17 de enero de 2002: "El anteproyecto afecta, por tanto, a otras dieciocho leyes. En numerosos dictámenes el Consejo de Estado ha puesto de manifiesto su preocupación por la creciente fragmentación del ordenamiento jurídico. En este sentido se ha aconsejado que la modificación de cada norma tenga su propia sede y que se evite, en la medida de lo posible, la reforma de varias disposiciones en un único texto normativo.

[...]"

"En particular, como preceptos con contenido sustantivo propio figuran en el anteproyecto los siguientes artículos: 9 (supresión del organismo autónomo 'Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras'), 11 (cédulas territoriales), 18 (dinero electrónico, excepto sus dos últimos apartados), 19 a 26 (Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros) y 36 a 44 (Central de Información de Riesgos)". (La numeración de los artículos corresponde al Anteproyecto de Ley sometido a dictamen del Consejo de Estado; el artículo 18 correspondía al 21 de la actual Ley).

[26] Vid. MADRID PARRA, A.: "Impulso al empleo de técnicas electrónicas", en *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Navarra, 2003, p. 781-826.

[27] Téngase presente que la Ley 44/2002 también contiene una disposición específica que pretende impulsar el empleo de técnicas electrónicas en las relaciones con quienes ejerzan funciones públicas. La disposición (adicional octava) fue introducida a través de la enmienda número 177 del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso. Con ella, "se pretende favorecer la generalización del certificado electrónico que ofrece la FNMT" (*Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 17 de mayo de 2002, núm. 69-12, p. 152).

que se centra en la regulación de unas nuevas entidades, distintas de las tradicionales entidades de crédito, cuya actividad principal consiste en la emisión de dinero electrónico. La Directiva dedica menos normas a la regulación de éste.

La Directiva de 2000 fue incorporada al ordenamiento interno mediante Ley en 2002, lo que significa un período no excesivamente largo, aunque superior al establecido por la propia Directiva [28]. Sin embargo, el desarrollo reglamentario de esta Ley se demoró hasta 2008. Probablemente tal hecho sea reflejo del lento avance del uso de dinero electrónico dentro del general ritmo de desarrollo del comercio electrónico mucho más lento de lo que se preconizaba a finales del siglo XX [29] en el contexto de lo que se dio en llamar "Nueva Economía" [30]. La Ley 44/2002 disponía en su artículo 21.9.º: "Se faculta al Gobierno para desarrollar el régimen jurídico aplicable a la creación y condiciones de ejercicio de la actividad de las Entidades de Dinero Electrónico, y, en particular, para el establecimiento de su capital inicial mínimo, exigencias de recursos propios permanentes, régimen de inversiones, así como las limitaciones a sus actividades comerciales". En uso de tal habilitación se publicó el ya citado Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico.

---

[28] El artículo 10.1 establece: "Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva a más tardar el 27 de abril de 2002. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión". La Comisión Europea amonestó por demora a distintos países de la Unión, entre ellos a España. Vid. artículo 22.1 de la Directiva 2009/110/CE, según el cual los "Estados miembros adoptarán y publicarán, a más tardar el 30 de abril de 2011, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en" dicha Directiva, y aplicarán "dichas disposiciones a partir del 30 de abril de 2011".

[29] De hecho en el considerando 5 de la Directiva 2000/46 se hacía referencia a la rápida evolución del comercio electrónico en los siguientes términos: "En el contexto más amplio del comercio electrónico, que evoluciona rápidamente, conviene establecer un marco normativo que permita aprovechar plenamente todas las ventajas derivadas del dinero electrónico, evitando, en particular, obstaculizar la innovación tecnológica; por consiguiente, la presente Directiva introduce un marco jurídico neutro desde el punto de vista tecnológico".

Hay quien preconiza un crecimiento exponencial en el desarrollo de los medios de pago en el comercio electrónico y, en particular, en el uso del dinero electrónico frente a los medios de pago "cara a cara": "*The most prominent change in payments over the next decade surely will be the continuing shift of the market from face-to-face retail transactions to Internet transactions. From a market of truly insignificant proportions five years ago to a trillion-dollar market in the next few years, the growth is nothing short of exponential. (...) Thus, the likelihood of a large-scale electronic-money system seems greater here than in the face-to-face context discussed above*". [MANN, R.J.: "Making Sense of Payments Policy in the Information Age", 93 Geo. L.J. 633 (Georgetown Law Journal, January, 2005), p. 669 y 672].

[30] De hecho, a 10 de marzo de 2009, había registradas en el Banco de España algunas entidades emisoras de dinero electrónico, pero como entidades de crédito comunitarias operantes en España sin establecimiento (artículo 28, Directiva 2006/48/CE). Como tal entidad de dinero electrónico española inscrita sólo había una: YOUNIQUE MONEY, E.D.E., S.A.

En realidad, las tres disposiciones, esto es, Directiva, Ley y Decreto, se ocupan más de establecer el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico que de configurar este nuevo instrumento financiero. Se asientan los rasgos básicos de éste, pero parece que se hace más bien por la necesidad de delimitar el objeto principal de actividad de unas nuevas figuras societarias, cuales son las entidades de dinero electrónico, nuevas entidades de crédito (31). En cualquier caso en dichas disposiciones se contiene el concepto legal de dinero electrónico en nuestro ordenamiento jurídico.

El apartado segundo del artículo 21 de la Ley 44/2002 dispone (32): "Se entenderá por dinero electrónico el valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor:

a) Almacenado en un soporte electrónico,

b) Emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido,

c) Aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor.

Ninguna entidad de crédito que pretenda realizar la actividad de emitir medios de pago en forma de dinero electrónico podrá recibir fondos por importe superior al valor monetario emitido".

La Ley 44/2002 reproduce en esta norma el contenido del artículo 1.3.b) de la Directiva 2000/46 (33). La Ley española, sin embargo, añade un párrafo final que pretende acotar también "por arriba" la correspondencia entre los fondos recibidos por la entidad emisora y el valor del dinero electrónico emitido. La Directiva prohíbe emitir "con prima". La Ley 44/2002 prohíbe, además, emitir "con descuento".

---

(31) En el propio Preámbulo del RD 322/2008 se manifiesta que dicha disposición "se configura esencialmente como una norma de procedimiento" en relación con el régimen de creación y supervisión de las entidades de dinero electrónico. Para una presentación de esta norma reglamentaria, vid. DÍAZ MORENO, A.: "Legislación: Entidades de dinero electrónico", *Derecho de los Negocios*, núm. 213, 2008, p. 45-47.

(32) Texto reproducido en el artículo 1.2 del RD 322/2008, salvo el párrafo final, que no está en la Directiva 2000/46.

(33) "dinero electrónico": un valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor:

i) almacenado en un soporte electrónico,
ii) emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido,
iii) aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor.

La Directiva 2009/110/CE define el dinero electrónico en su artículo 2.2 como "todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que representa un crédito sobre el emisor, se emite al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago, según se definen en el artículo 4, punto 5, de la Directiva 2007/64/CE, y que es aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico". Es una definición con diferente formulación, pero con contenido similar. La nota de la emisión a la par no se encuentra en la propia definición, sino como requisito exigido por el artículo 11.1 de la Directiva: "Los Estados miembros velarán por que los emisores de dinero electrónico emitan dinero electrónico por su valor nominal al recibo de los fondos".

2.1. Notas características

Son características esenciales del concepto legal de dinero electrónico las siguientes:

1.ª) Se trata de un valor monetario. Se configura como un instrumento o medio de pago representativo del dinero. Quedan, pues, excluidos otros derechos económicos también susceptibles de representación por medios electrónicos, como las anotaciones en cuenta de valores u otros instrumentos financieros; pero que no están destinados a ser un instrumento monetario para efectuar pagos.

2.ª) Representa un crédito exigible al emisor. No tiene, pues, valor en sí mismo, como pudiera ser el caso de una moneda de oro o plata. También supone una diferencia respecto del último estadio del papel moneda. Éste representaba inicialmente un valor que se podía hacer efectivo, en última instancia, ante el emisor. Era convertible. Hoy el papel moneda tiene un valor legal, pero no es convertible ante el emisor. El dinero electrónico, sin embargo, representa un crédito exigible al emisor, que ha de abonar al tenedor del dinero electrónico las unidades monetarias correspondientes. En definitiva, como clarifica el considerando 3 de la Directiva 2000/46/CE, se conceptúa el dinero electrónico como un *substitutivo electrónico de las monedas y los billetes de banco* (34), almacenado en un soporte electrónico como, por ejemplo, una tarjeta inteligente o la memoria de un ordenador y que, en general, está pensado para efectuar pagos electrónicos de cuantía limitada. En la Directiva 2009/110/CE se añade otra opción de posible alojamiento del dinero electrónico. Se trata de la posibilidad de almacenamiento a distancia en un servidor (35).

3.ª) Como se acaba de señalar, el dinero electrónico ha de estar almacenado en un soporte electrónico. El referido considerando 3 de la Directiva 2000/46/CE pone de manifiesto que el legislador tiene presentes dos tipos de soporte electrónico: la tarjeta inteligente o recargable y un programa informático en la memoria de un ordenador. Ambos instrumentos de pago por medios electrónicos están pensados para efectuar pagos electrónicos de cuantía limitada. Por tanto, en relación con el concepto de dinero electrónico que en la práctica se venía utilizando, el legislador opta por una concepción que abarca tanto el dinero digital creado en los ordenadores para circular por la red mundial como el dinero incorporado a una tarjeta de prepago, que normalmente será "inteligente" en cuanto ha de ser aceptada por terceros, ya que si su aceptación se

(34) Por su parte, la Directiva 2009/110/CE, en su considerando 13, se refiere al dinero electrónico "como un *sustituto* electrónico de monedas y billetes para su uso como modo de pago".

(35) "La definición de dinero electrónico ha de extenderse al dinero electrónico tanto si está contenido en un dispositivo de pago en poder del titular del dinero electrónico o almacenado a distancia en un servidor y gestionado por el titular del dinero electrónico mediante una cuenta específica para el dinero electrónico" (considerando 8 de la Directiva 2009/110/CE).

limita al propio emisor queda excluida del concepto legal de dinero electrónico (último requisito exigido por el legislador) (36).

Se puede considerar que el concepto legal de dinero electrónico es "bastante amplio"; pero desde luego es mucho más restringido que el concepto funcional. Así, en el apartado anterior se ha visto que, desde un punto de vista funcional, se califica el dinero digital movilizado mediante el teléfono móvil como dinero electrónico. Pero desde una perspectiva estrictamente jurídico legal, sólo en la medida en que alguna de las modalidades de pago a través de teléfono móvil pudiera suponer que el valor monetario se almacena "en el móvil" (como se almacena en el ordenador o en una tarjeta monedero) (37), se podría entonces hablar de dinero electrónico. Pero por ahora parece que los sistemas de pago a través de móviles se articulan en torno a mecanismos seguros (38) para dar órdenes de transferencias de fondos (39).

---

(36) En la Recomendación de la Comisión 97/489/CE, de 30 de julio de 1997, relativa a las transacciones efectuadas mediante instrumentos electrónicos de pago, en particular, las relaciones entre emisores y titulares de tales instrumentos (Diario Oficial de las Comunidades Europeas núm. L 208, de 2 de agosto de 1997), se definía [artículo 2.c)] el "instrumento de dinero electrónico" como un instrumento de pago recargable distinto de un instrumento de pago de acceso a distancia —ya sea una tarjeta en la que se almacenan electrónicamente los importes correspondientes o una memoria de ordenador— en el que se carga electrónicamente un valor, que permita a su titular efectuar transacciones como las especificadas en el apartado 1 del artículo 1.

El apartado 1 del artículo 1 se refiere a las siguientes transacciones:

a) Las transferencias de fondos, diferentes de las transferencias ordenadas y realizadas por entidades financieras, efectuadas mediante un instrumento electrónico de pago.

b) La retirada de dinero en efectivo mediante un instrumento electrónico de pago y la carga (y descarga) de un instrumento de dinero electrónico en dispositivos como distribuidores automáticos de billetes y cajeros automáticos, así como en los locales del emisor o en una entidad con la que se haya suscrito un contrato para aceptar el instrumento de pago.

Por otra parte, el "instrumento de pago de acceso a distancia", que queda excluido del concepto de "dinero electrónico", venía definido, en el artículo 2.b) de la Recomendación de la Comisión 97/489/CE, como un instrumento que permita a su titular acceder a los fondos de su cuenta en una entidad, por el cual se autoriza el pago a un beneficiario, operación que normalmente exige un código de identificación personal o cualquier otra prueba similar de identidad. Quedan incluidas, en particular, las tarjetas de pago (tarjetas de crédito, de débito, de débito diferido o tarjetas T&E) y los servicios de telebanco y de banca a domicilio.

La ampliación contemplada en la Directiva 2009/110/CE podría permitir ampliar el concepto de dinero electrónico a aquel que no se encuentra almacenado en un teléfono móvil, sino en un servidor, pero del que se puede disponer mediante el uso del teléfono.

(37) En el primer caso el teléfono móvil se comportaría como un ordenador móvil ("miniportátil"). En tal sentido, vid. PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 203, nota 304.

(38) Infraestructura de clave pública (PKI: *Public Key Infrastructure*). Vid. RIBAGORDA GARNACHO, A.: "Las infraestructuras de clave pública en el comercio electrónico", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 9, octubre de 2000, p. 3-30.

(39) Sobre el funcionamiento del sistema de pago mediante móvil, vid. AREITIO BERTOLÍN, J.: "Mecanismos de pagos a través de móviles", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 33, diciembre 2002, p. 47-68; MARTÍNEZ GONZÁLEZ M.: "Mecanismos de seguridad en el pago electrónico", en

4.ª) La emisión de dinero electrónico se concibe como una "pura" operación de cambio del soporte de fondos preexistentes. De ahí que se prohíba la emisión "al alza" o "a la baja" (con prima o con descuento). No se puede recibir fondos por un importe inferior o superior al valor del dinero electrónico emitido. Quedan vetadas, pues, tanto las operaciones de concesión de crédito como las de descuento. Estas operaciones bancarias se pueden realizar evidentemente en el contexto de la actividad general de las entidades de crédito. Lo que el legislador prohíbe es que la emisión de dinero electrónico sea un vehículo para realizar tales operaciones. Se pretende así diferenciar y deslindar. De esa forma las entidades de dinero electrónico no podrán realizar dichas operaciones bancarias. No se entra en cuál sea el origen de los fondos contra los que se emite el dinero electrónico. Sólo se requiere la exacta correspondencia entre el valor monetario recibido por el emisor para la conversión en dinero electrónico y el valor de éste que efectivamente se emite. Cuestión distinta, en su caso, es el cobro de la comisión por emitir dinero electrónico que el emisor pueda percibir en tal concepto.

5.ª) Para hablar en precisos términos legales de dinero electrónico, éste tiene que ser aceptado por terceros. Quedan fuera, pues, las tarjetas de prepago que sólo son aceptadas por el emisor (40). Una interpretación conjunta de esta disposición con la excepción prevista en el apartado 7.º del mismo artículo 21 de la Ley 44/2002 ha de llevar a la afirmación de que el Gobierno puede considerar que a estos efectos no son terceros las entidades pertenecientes al mismo grupo empresarial.

Literalmente el artículo 21.1.º c) de la Ley 44/2002 exige como requisito que el dinero electrónico sea aceptado como medio de pago por "empresas" distintas del emisor. En el Congreso de los Diputados se presentó una enmienda proponiendo que se sustituyese la expresión "... empresas..". por la de "... personas físicas o jurídicas...", por entender que algunas personas físicas también podrían aceptar este medio de pago (41). En la Comisión de Economía y Hacienda se prefirió continuar con el tenor

---

Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos, Granada, 2007, p. 21-22, quien no incluye el pago usando teléfono móvil en el apartado de Dinero electrónico, sino en el de Pagos con tarjeta, afirmando que ésta "es una fórmula de pago que están comenzando a aceptar las entidades bancarias". El pago se hace contra una tarjeta del cliente que éste ha vinculado a tal fin con un determinado número de teléfono móvil.

(40) Así se expresa claramente en el considerando 5 de la Directiva 2009/110/CE cuando dice que la "presente Directiva no debe aplicarse al valor monetario almacenado en instrumentos prepagados específicos, diseñados para satisfacer necesidades precisas y cuyo uso esté limitado, porque el titular del dinero electrónico sólo pueda adquirir con ellos bienes o servicios en los locales del emisor de dinero electrónico, o dentro de una red limitada de proveedores de servicios que hayan celebrado un acuerdo comercial directo con un emisor profesional, bien porque puedan utilizarse sólo para adquirir una gama limitada de bienes o servicios".

(41) Enmienda núm. 12, del G.P. Federal de Izquierda Unida, al apartado segundo, letra c). Cfr. *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 17 de mayo de 2002, núm. 69-12, p. 76.

literal de la Directiva [42]. La enmienda revela que cuando se lee "empresas" se interpreta personas jurídicas, especialmente sociedades. Sin embargo, titular de una empresa puede ser tanto un empresario individual como una persona jurídica, sociedad o no.

Lo que refleja el texto de la Directiva incorporado a nuestro ordenamiento jurídico es una concepción "subjetivadora" o "subjetivante" de la empresa. En nuestro ordenamiento la empresa sigue siendo objeto, no sujeto, de derechos. No obstante, es cada vez más frecuente encontrar en nuestras leyes el uso "subjetivado" del término empresa. Se rehuye el empleo del término empresario en su lugar. Probablemente sea debido a que "empresario" evoca más al empresario individual y puede llevar a la falsa creencia de que no se están incluyendo los empresarios personas jurídicas. Una vez más el legislador ha optado por subjetivar la empresa y decir "empresas" en vez de "empresarios".

Por otra parte, es cierto que la Directiva y el legislador español sólo se refieren a la aceptación del dinero electrónico por empresas, *rectius* empresarios, ya sean éstos personas físicas o jurídicas. Y viceversa: no menciona la aceptación por personas jurídicas o físicas que no sean empresarios. Es un hecho que el *E-Cash* o dinero digital surge en el contexto del comercio electrónico para el pago de bienes y servicios adquiridos por Internet. Asimismo, el uso de "monederos electrónicos" o tarjetas de prepago tienen como finalidad el pago de pequeñas cantidades en el comercio presencial. Ése es el supuesto de hecho que la norma tiene presente. La norma dice lo que dice: que el dinero electrónico ha de ser aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor. Pero no prohíbe que lo pueda hacer alguien que no sea empresario. El problema práctico no sería tanto legal cuanto fáctico. Los sistemas de funcionamiento del dinero electrónico se instrumentan sobre la base una estructura diseñada para las relaciones de los empresarios con la clientela [43].

---

[42] En relación con dicha enmienda, así como con las número 13 y 14, también de Izquierda Unida, el Sr. Albendea Pabón, en representación del Grupo Parlamentario Popular, afirmó que "pretenden introducir una serie de modificaciones que van en contra de la Directiva 2046 —debe decir 2000/46— de la Comisión Europea de 18 de septiembre de 2000 sobre dinero electrónico. Lo que hacemos en este proyecto de ley es sencillamente trasponer dicha directiva. Por tanto, también vamos a rechazar las enmiendas mencionadas". (CORTES GENERALES, *Diario de sesiones del Congreso de los Diputados, Comisiones*, año 2002, VII Legislatura, núm. 504, p. 16171).

[43] El principal inconveniente que puede encontrar quien no sea empresario no es tanto jurídico cuanto económico. Es cuestión de valorar la conveniencia del coste estructural en función de los cobros que se vayan a percibir. A un sujeto privado no empresario puede que le resulte antieconómico e ineficiente. Pero a una ONG, por ejemplo, o cualquier entidad que no sea una empresa, podría convenirle arbitrar también la vía del dinero electrónico para recibir fondos.

Cuestión distinta es que en un momento dado se pudiera utilizar el dinero electrónico para efectuar pagos o transacciones de fondos a una persona (con independencia de su condición empresarial o no) mediante la entrega física de tarjetas prepagadas. Sería un caso similar a cuando ocasionalmente se entregan sellos de correos como medio de pago. Evidentemente entonces no se está entregando "dinero", electrónico o no según el caso, sino una "cosa" (plástico o papel), que tiene un determinado valor, a modo de trueque o donación.

2.2. Efectos del pago

En cuanto a los efectos jurídicos de la utilización del dinero electrónico, se ha de señalar que el mismo permite el pago en efectivo, siendo fungible e irreivindicable (44). En consecuencia produce el efecto liberatorio previsto en el artículo 1170 del Código Civil. "En todo caso, el pago es extintivo, satisfactivo y liberatorio del deudor" (45). La duda se suscita por la doctrina a propósito de si el llamado dinero electrónico es "otro" instrumento de pago o es un equivalente funcional del dinero efectivo en papel moneda.

La duda se plantea desde el momento mismo en que la propia Directiva 2000/46 es objeto de traducción a los distintos idiomas de la Unión Europea utilizando en unos casos el término "dinero" electrónico y en otros el de "moneda" electrónica y que la Directiva (y nuestra Ley y Decreto de incorporación) no tiene por objeto el estableci-

---

De hecho son muchos los particulares, no empresarios, que acuden a plataformas de compraventa en Internet en las que son las partes las que contratan directamente. En consecuencia, si el dinero electrónico es tal en poder del comprador, su calificación jurídica no debería verse afectada por el hecho de que se utilice para pagar a un empresario o a quien no lo sea. En la práctica se viene a solventar la cuestión por la interposición de un tercero gestor, que sí será empresario. Pero si se quiere potenciar el uso de dinero electrónico, se debe avanzar en la línea de facilitar su uso también entre particulares (sea cual fuere el título jurídico que motivase la entrega (pago, donación, préstamo, etc.). La tecnología posibilita que el particular disponga de aplicaciones informáticas que le permitan crear dinero digital y, por tanto, también recibirlo. Las nuevas terminales telemáticas permiten cada vez realizar más funciones que antes estaban reservadas a los tradicionales ordenadores o computadoras. Un chip o microprocesador en una tarjeta instalada en un teléfono móvil o aparato similar puede realizar las funciones necesarias para el envío y recepción de dinero electrónico (no ya transferencias electrónicas de fondos). Hay, sin embargo, que señalar que probablemente la cuestión no es ya tanto de índole técnica o jurídica cuanto cultural. Será necesario un proceso, que no se atisba corto, de expansión y generación de confianza para que la existencia numerosa de usuarios propicie el empleo generalizado del nuevo tipo de dinero sustitutivo del tradicional papel moneda.

En este orden de cosas hay quien señala PayPal como medio de pago entre individuos: "*Person-to-person (P2P) systems like PayPal now make hundreds of millions of payments a year between individuals.* [FN3] *The most common purpose is to facilitate the purchase of items at Internet auctions, but increasingly P2P transfers are used to transfer funds overseas".* (MANN, R.J.: "Regulating Internet Payment Intermediaries", 82 Tex. L. Rev. 681 —Texas Law Review, February, 2004—, p. 681-682).

La Directiva 2009/110/CE ha avanzado en la dirección apuntada. Ya no exige que el pago se haga a "empresas". En el nuevo concepto de dinero electrónico contenido en el artículo 2.2 de la Directiva sólo se requiere que sea aceptado "por una persona física o jurídica distinta del emisor", sin referencia alguna a su condición o no de empresario.

(44) Una vez realizado el pago con dinero electrónico, éste es irrevocable: "*Electronic money offers finality of settlement in that the payment may no longer be revoked once e-cash is transferred".* (KOBAYASHI, I.: "Private Contracting and Business Models of Electronic Commerce", 13 U. Miami Bus. L. Rev. 161 —University of Miami Business Law Review, spring/summer, 2005—, p. 196).

(45) GETE-ALONSO Y CALERA, M.ª del C.: "Las tarjetas como instrumento de pago", en *Contratación bancaria. Jornadas celebradas en Tarragona, el 6 y 7 de marzo de 1997* (coord. P. del Pozo y M. Muyor), Madrid, 1998, p. 237. Vid. en este punto diversas posiciones doctrinales en PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 385-402.

miento del régimen sustantivo del dinero electrónico, sino la configuración y supervisión de las entidades de dinero electrónico [46]. Sobre la base del artículo 1170 del Código Civil [47], los medios de pago han sido clasificados en dos categorías: aquellos que producen un efecto *pro soluto* y aquellos otros que tienen un efecto *pro solvendo*. Los primeros son la "especie pactada" en cada caso o, en su defecto, la "moneda de curso legal" (actualmente en España el euro); los segundos son los instrumentos mercantiles creados para "efectuar" pagos, tales son los tradicionales "efectos de comercio", como la letra de cambio, el cheque, el pagaré, u "otros documentos mercantiles", expresión ésta decimonónica que deja abierta la puerta a los actuales instrumentos de pago mercantiles de carácter electrónico y telemático, como las transferencias electrónicas de fondos, las tarjetas de crédito, débito o prepago, etc.

En el primer caso el efecto del pago es inmediato; en el segundo se ha de esperar al "buen fin", esto es, la "realización" del mandato, orden, crédito, transferencia, cargo, etc., en que consista el medio empleado, salvo que éste se perjudique por culpa del acreedor. De la distinción entre el efecto *pro soluto* y *pro solvendo*, esto es, extinción inmediata o no de la obligación, deriva la importancia de situar en cada caso el uso del dinero electrónico en el grupo primero o en el segundo. La calificación jurídica de este nuevo instrumento de pago tendrá relevancia a tal efecto. Pero con carácter previo e independientemente de tal calificación este medio de pago podrá ser la "especie pactada" en una determinada transacción. Entonces los efectos serán *pro soluto*. Cuestión distinta es que luego se detectase falsedad. No habría aquí diferencia respecto de la misma situación en relación con el papel moneda. Se estaría en el ámbito del Derecho penal [48].

---

[46] ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 240, donde cita la STS de 24 de noviembre de 1896 a efectos de distinción entre el pago de las deudas en metálico (artículo 1170.1 del C.ci.) del efectuado mediante la entrega de valores que expresan un derecho de crédito nominal (artículo 1170.2 del C.ci.).

[47] "El pago de las deudas de dinero deberá hacerse en la especie pactada y, no siendo posible entregar la especie, en la moneda de plata u oro que tenga curso legal en España.

La entrega de pagarés a la orden, o letras de cambio u otros documentos mercantiles, sólo producirá los efectos del pago cuando hubiesen sido realizados, o cuando por culpa del acreedor se hubiesen perjudicado.

Entretanto la acción derivada de la obligación primitiva quedará en suspenso". (artículo 1170 del C.ci.).

[48] El Código Penal (Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre) tiene una concepción amplia del concepto de moneda a efectos de la tipificación del delito de falsificación de moneda (artículos 386 y 387). Según el artículo 387, "se entiende por moneda la metálica y papel moneda de curso legal. A los mismos efectos se considerarán moneda las tarjetas de crédito, las de débito y los cheques de viaje. Igualmente, se equipararán a la moneda nacional, la de la Unión Europea y las extranjeras". Siguiendo este planteamiento amplio del legislador, tras la Ley 44/2002, habría que incluir el dinero electrónico y, en general, toda tarjeta prepago.

En el ámbito del Derecho privado prima el principio de autonomía de la voluntad (artículo 1255 del C.ci.) (49). Este principio inspira el propio artículo 1170 cuando sitúa "la especie pactada" en el primer lugar de la prelación a la hora de regular cómo se ha de realizar el pago atribuyendo efectos solutorios inmediatos por contraposición a la pendencia establecida en relación con la necesaria realización de los restantes instrumentos mercantiles de pago. Aunque el artículo 1170 no diga expresamente que se ocupa del pago de las deudas dinerarias, parece obvio que es así. Cuando por dos veces utiliza el término "especie", se está refiriendo a especie monetaria, o sea, clase de moneda. Así, se podrá pactar el pago de deudas pecuniarias en una moneda que no sea la de curso legal en España. El efecto solutorio será inmediato. Ahora bien, si se pacta la entrega de un efecto de comercio, por ejemplo, no se trata de una especie monetaria, sino de un instrumento que dará lugar a la entrega de la cantidad pactada. En estos casos siempre habrá que esperar a la realización del crédito para que se produzcan los efectos del pago, siempre con la salvedad del perjuicio por culpa del acreedor.

En relación con el uso del dinero electrónico la cuestión está en determinar si hay que esperar o no a su realización para obtener su valor. En definitiva, si cabe o no la posibilidad de que este medio de pago se pueda perjudicar. Hay quien afirma que, por la vía de la autonomía de la voluntad, el empleo de dinero electrónico para efectuar un pago entraría en el supuesto de la "especie pactada" del artículo 1170 del Código Civil, teniendo, pues, un efecto *pro soluto* (50). Efectivamente, se puede pactar el pago en una determinada unidad monetaria (dólar, euro, etc.), pero no utilizando papel moneda o monedas de metal, sino monedas o dinero electrónicos. Habrá que examinar la concreta instrumentación del dinero electrónico en cada caso particular para determinar el efecto *pro soluto* o *pro solvendo*.

En términos generales se puede afirmar que tal distinción es necesaria si se utiliza dinero electrónico en sentido amplio, como genérico instrumento electrónico de pago. Ahora bien, el concepto legal visto es mucho más estricto, restringido y limitado. Sólo abarca el que, desde un punto de vista funcional, es dinero digital creado mediante aplicación informática o existente en un monedero electrónico cuyo valor proviene de un prepago. Tanto en un supuesto como en otro, la cuestión está en función de si es necesaria o no una verificación, si es simultánea o pospuesta y si cabe rechazo o no. La configuración legal nos aleja de la posibilidad del rechazo en el sentido de falta de provisión de fondos. La emisión de dinero electrónico ha de responder a un canje o conversión del mismo valor preexistente en otro instrumento financiero: papel moneda, monedas en tal, depósito, crédito, etc. Legalmente el valor representado por el dinero electrónico se presume existente. De lo contrario se estaría, como ya se apuntó,

---

(49) "Los contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral, ni al orden público" (artículo 1255 del C.ci.).

(50) MATEU DE ROS, R.: "El consentimiento electrónico en los contratos bancarios", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2000, núm. 79, p. 80, citado por PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 390.

en el ámbito del Derecho Penal, esto es, de la falsificación al modo como ocurre con la moneda en papel o en metal.

Si es necesaria una verificación, precisamente con el fin de detectar una posible falsificación, al modo como se hace también con el papel moneda, una vez más la aplicación del principio de equivalencia funcional ha de llevarnos al seguimiento de los mismos criterios jurídicos. Así, el pago no se entiende realizado mientras no se ha concluido la verificación sin objeción alguna. Tanto en el mundo del papel como en el electrónico lo que tiene lugar es el rechazo del concreto instrumento de pago si se detecta una anomalía formal en el mismo. En tal eventualidad el pago no llega a producirse. Distinto es que no haya verificación y posteriormente se detecte la falsedad del dinero entregado. Si el concreto dinero entregado estuviese separado e identificado, la situación sería la misma del supuesto anterior. Pero si el dinero hubiese ingresado en caja con otro, dada la esencial fungibilidad del mismo, la constatación de una posible falsedad no podría afectar a la validez del pago realizado.

A este respecto surge una relevante diferencia entre el dinero físico y el dinero electrónico. Aceptado el pago con dinero físico en la especie pactada, el efecto solutorio es inmediato. La fungibilidad del dinero hace muy difícil que pueda afectar al pago cualquier pretendida tacha de validez del mismo. Sin embargo, en el caso del dinero electrónico, aun siendo igualmente fungible, puede no ser anónimo y dejar traza de su recorrido. Este hecho tiene relevancia en el orden penal y en el de Derecho privado. Desde la perspectiva penal puede resultar más fácil la imputación [51]; en el ámbito del Derecho privado se puede entender no hecho el pago. En todo caso, ésta es la situación patológica dentro del desarrollo del comercio. Éste se basa en el principio de la buena fe. En consecuencia, desde la perspectiva del Derecho privado, la cuestión esencial reside en determinar si la efectividad del dinero electrónico requiere su realización posterior a la entrega (pago *pro solvendo*) o si con la entrega concluye el pago y el adquirente obtiene la propiedad del dinero electrónico, siendo cualquier actuación posterior un acto de administración o disposición (en este supuesto los efectos del pago serían *pro soluto*).

Precisamente aquí está el meollo de la configuración legal del dinero electrónico. Jurídicamente se diseña como un crédito frente a una entidad financiera emisora, que puede haberlo emitido efectivamente o haber validado el emitido por un tercero (monedas electrónicas generadas en un ordenador). Puede existir anonimato o no. Como se verá a continuación, la estructura legal del dinero electrónico toma elementos de diversas instituciones jurídicas, pero sin que eso signifique que se tenga que identificar con una de ellas. Tiene su propia finalidad asignada: sustituir al dinero físico en la realización de pagos en efectivo (en la práctica se ha comenzado con los pequeños pagos). La equivalencia funcional se establece con el dinero físico, no con otros instrumentos de pago. Ahora bien, es cierto que a la hora de su implementación no existen

---

[51] Sobre la utilización del dinero electrónico anónimo para el blanqueo de capitales, vid. GOTTFRIED, J.: "The Federal Framework For Internet Gambling", 10 Rich. J.L. & Tech. 26 (Richmond Journal of Law and Technology, spring, 2004), p. 22-25.

unidades físicas de valor para entregar. De ahí que haya más similitud con otros medios de pago electrónicos que con el dinero físico. Pero hay que entender que su conceptualización como crédito apunta a la existencia de un valor actual, no supeditado a la presentación y realización por parte de un tercero. Este es el mecanismo tradicional en los instrumentos mercantiles, electrónicos o no. Con el dinero electrónico se trata de dar un paso más. No se pretende simplemente crear un instrumento de pago más. Se apunta hacia la representación electrónica del propio dinero. Al igual que otros instrumentos mercantiles cuentan ya con la posibilidad de la doble representación: en papel o electrónica (o incluso han evolucionado desde la primera a la segunda), ahora se trata también de contar con la doble representación del dinero: física o electrónica.

Por tanto, aun sabiendo los inconvenientes jurídicos existentes para afirmar la absoluta equivalencia entre el dinero físico y el electrónico, hay que propugnar el avance en esa dirección. Esa ha sido la opción de política legislativa. Ahora bien, las claves de interpretación y aplicación del resto del ordenamiento jurídico no deben ser rígidas. A veces es difícil subsumir nuevas realidades en las categorías y cauces jurídicos preexistentes. No se trata simplemente de adaptar. El principio de equivalencia funcional no se puede formular en términos miopes como conseguir el desempeño de la misma función del papel. Se trata de conseguir con medios electrónicos un determinado fin u objetivo económico, jurídico o social, que hasta ahora se venía alcanzando con el uso del papel u otro elemento material. La tecnología permite alcanzar, desarrollar, superar y ampliar las funciones y objetivos preexistentes, pero con medios diferentes. El ordenamiento cuenta con recursos para facilitar jurídicamente tal fin. Cuando para ello se acude a la ficción jurídica, se ha de tener presente que no se trata de emular en el mundo electrónico lo que sucede en el mundo del papel, sino de simplificar, facilitar y establecer paralelismos. Así, por ejemplo, cuando se dice que la inscripción en un registro electrónico equivale a la entrega, se está señalando hacia los efectos jurídicos, aunque resultará misión imposible todo intento de encontrar una similitud entre un sistema de apunte contable electrónico inmaterial y la entrega física de un bien mueble. Desde luego en esa denominada *traditio ficta* hay muchísimo más de *ficta* que de *traditio* (52).

Por tanto, es cierto que la moneda actual de curso legal en España es el euro representado por el papel moneda y las monedas metálicas legalmente emitidos. Conforme al artículo 1170 del Código Civil será el instrumento de pago *pro soluto* cuando no se hubiese pactado una especie monetaria o ésta fuese de imposible consecución. Pero como ya se indicó, el Código está dando prioridad a la autonomía de la voluntad. Las partes pueden pactar la especie. Y al concretar los términos en que se ha de entregar la especie pactada, se puede determinar que serán billetes de un determinado valor, o monedas metálicas con especificación de sus valores, y más de un siglo des-

(52) Como afirma GÓMEZ CAMACHO, lo que están pidiendo las formas de dinero electrónico es "un nuevo paradigma, una nueva visión de la realidad económica y social". ("Historia del dinero: del trueque al 'dinero electrónico'. Una interpretación teórica", *Icade*, núm. 43, 1998, p. 30, cit. por PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 402-403).

pués de que se promulgase el texto del artículo 1170 del Código Civil, también se podrán especificar billetes y monedas representados no en papel o en metal, sino en soporte electrónico (53).

Tal pacto, además, no tiene por qué ser expreso. El viejo artículo 51 del Código de Comercio (1885) dispone (54), en relación con la nueva tecnología telegráfica del siglo XIX, que su empleo a efectos contractuales requería el previo acuerdo por escrito entre las partes y el uso, si se hubieran acordado, de las pertinentes contraseñas identificadoras y autenticadoras. Sin embargo, ante el acelerado avance de las nuevas tecnologías en el tercer milenio, el legislador ha determinado (55) que no es necesario el acuerdo previo de las partes. Así, el artículo 23.2 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico, dispone: "Para que sea válida la celebración de contratos por vía electrónica no será necesario el previo acuerdo de las partes sobre la utilización de medios electrónicos". Se entiende, pues, que el mero uso de los nuevos medios electrónicos o telemáticos implica la existencia de voluntad para su empleo.

III. DIVERSAS CALIFICACIONES JURÍDICAS

Dada la parca regulación legal del régimen sustantivo del dinero electrónico, la doctrina ha hecho análisis comparando esta figura jurídica con otras a fin de extraer las similitudes y diferencias que permitan completar el régimen jurídico aplicable. No se trata, pues, de un mero prurito de elucubración, sino de un esfuerzo de clarificación e integración del régimen y efectos jurídicos propios del dinero electrónico.

1. Cesión de crédito

Como se ha visto, una de las notas que integran el concepto legal de dinero electrónico es su calificación como crédito. Cuando se usa este instrumento mercantil y se hace un pago, se está llevando a cabo una cesión de crédito. Se produce una

(53) Otra cosa será el régimen de las entidades de dinero electrónico y la duración limitada que éste pueda tener. Pero desde una interpretación teleológica del escueto régimen jurídico sustantivo del dinero electrónico hay que predicar los efectos *pro soluto* del mismo entendido en su restringida acepción legal. A este respecto MATEO afirma: "Por lo tanto, no podemos sino concluir que, si bien se encuentra en su inicial fase de desarrollo e implantación y no puede recibir la consideración de dinero de curso legal, el efectivo virtual opera, a nuestro entender, como dinero desde el punto de vista económico, provocando que, desde el punto de vista jurídico, el pago con dinero electrónico producirá los mismos efectos que el pago realizado con moneda de curso legal". (MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 383-384).

(54) "La correspondencia telegráfica sólo producirá obligación entre los contratantes que hayan admitido este medio previamente y en contrato escrito, y siempre que los telegramas reúnan las condiciones o signos convencionales que previamente hayan establecido los contratantes, si así lo hubiesen pactado" (artículo 51, párr. 2.º, C.Co.).

(55) Sin derogar formalmente o modificar el artículo 51 del Código de comercio.

novación de la parte acreedora en la relación obligacional generadora del crédito. Sin embargo, cuando se examina el régimen jurídico aplicable a la cesión ordinaria de créditos, se ponen de manifiesto diferencias con respecto al régimen específico del dinero electrónico.

El régimen jurídico de la cesión ordinaria de créditos responde a una visión garantista (*favor debitoris*) y de *tempo lento*. Se contiene en los artículos 1526 y siguientes del Código Civil así como, en el ámbito mercantil, en los artículos 347 y 348 del Código de comercio. Se basa en la necesidad de notificación al deudor para que se produzca la novación en la parte acreedora. Aunque se entienda que es un requisito de eficacia y no esencial para la cesión, desde luego en términos operativos se compadece mal con la celeridad que demanda el comercio moderno. Incluso si las nuevas tecnologías pueden facilitar y agilizar la comunicación al deudor, no deja de ser un elemento de incertidumbre y en todo caso de complejidad.

Por otra parte, frente a la protección del deudor, cuando de un medio de pago se trata, se busca preferentemente la seguridad y garantía para el acreedor a quien se realiza el pago. A este respecto otro inconveniente que presenta la cesión ordinaria de créditos es que el deudor podrá oponer al cesionario todas las excepciones que tuviese contra el cedente. El moderno mercado, por el contrario, demanda la objetivación del crédito, con abstracción de la causa y, por tanto, de las relaciones jurídico personales subyacentes, de forma que el valor del crédito no esté sometido a las vicisitudes a las que pudieran estar sometidas las relaciones entre el deudor y el cedente.

El mismo hecho de que el cedente se pueda ver compelido a demostrar (*ex* artículo 1529 del C.ci. o 348 del C.Co.) la existencia y legitimidad del crédito o personalidad con la que hace la cesión, es un elemento más que retrasaría y dificultaría una rápida operación por medios electrónicos. Se acumulan así los obstáculos y dificultades para calificar el pago con dinero electrónico como una cesión ordinaria de crédito (56). Siendo este instrumento legalmente calificado como un crédito, evidentemente su transmisión constituye una cesión de dicho crédito. Pero eso no significa que el régimen jurídico aplicable haya de ser el de la cesión ordinaria de créditos.

Precisamente porque la regulación de ésta obedece a esquemas del viejo "agro", de tiempo lento y de incertidumbre múltiples, el nuevo Derecho mercantil ha ido respondiendo con nuevos instrumentos de cesión de créditos, que van desde la venerable letra de cambio hasta los más recientes valores "electronificados" representados mediante anotaciones en cuenta. Se trata de otras formas de cesión de créditos. De ahí que la doctrina se haya preguntado también si quizás el dinero electrónico es un nuevo tipo de título valor para instrumentar otra forma de cesión de derechos.

---

(56) Hay unanimidad al respecto en la doctrina especializada. Vid. ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 254-255; MARTÍNEZ NADAL, A.: *El dinero electrónico. Aproximación jurídica*, Madrid, 2003, p. 171-173; MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 360-362; PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 267-270.

2. Título valor

En términos generales se puede afirmar que el dinero electrónico reúne las tres características básicas que, con los necesarios matices según los casos, se han predicado tradicionalmente de los títulos valores: literalidad, autonomía y legitimación por la posesión. La delimitación del derecho incorporado consta en los propios términos del documento, que en este caso es electrónico. Hay aquí similitud con el cheque electrónico o con cualquier valor representado mediante anotación en cuenta, aunque en este último supuesto la literalidad es imperfecta (remisión al documento de emisión). En el caso del dinero electrónico consta la clase de moneda, la cantidad y la entidad que la respalda. Hay plena literalidad.

Lo mismo se puede decir en relación con la autonomía. El poseedor no está sometido a excepción alguna proveniente de las que pudieran afectar a anteriores poseedores. Ostenta un derecho de crédito autónomo frente al acreedor. Asimismo la legitimación proviene de la mera posesión. No hay que acreditar título alguno de adquisición. La mera posesión es suficiente, si bien se trata de una posesión desmaterializada. No hay un bien mueble que poseer físicamente, pero sí se tiene el dominio o control de un determinado documento electrónico.

Por supuesto, a efectos de control y de autenticación se podrán utilizar tanto por el emisor como por el poseedor medios electrónicos de seguridad, constituyan éstos o no una firma electrónica. Sin embargo, no parece en última instancia que el dinero electrónico pueda ser calificado ni como efecto de comercio ni como valor negociable. Hay quien señala que el inconveniente está en la vocación "circulatoria" de los títulos valores que no se da en el dinero electrónico, ya que en la mayoría de los casos éste es de uso único. De ahí que ECHEBARRÍA afirme que "éste es sin duda un obstáculo mayor, ya que la nota de circulabilidad es ontológica al concepto de título valor. La idea de un título valor no circulable es casi una *contraditio in terminis* por mas (sic) que existan mecanismos en dichos títulos que restringen la circulabilidad" (57).

Probablemente la principal objeción para calificar el dinero electrónico como un título valor reside en su calificación jurídica como "valor monetario". Esta configuración legal hace que se aparte de los títulos valores. No se trata de una orden de pago a un tercero como en el caso de los efectos de comercio. El valor de éstos se realiza cuando el tercero cumple la orden y hace efectivo el pago. El dinero electrónico, sin

---

(57) ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 259. En el mismo sentido PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 305, y MARTÍNEZ NADAL, A.: *El dinero electrónico. Aproximación jurídica*, Madrid, 2003, p. 175, quien, no obstante, afirma que el dinero electrónico, "en tanto que instrumento de pago, está llamado a circular, en el sentido de que, por su naturaleza y función, está destinado a ser transmitido a un tercero a efectos de pago (y no a permanecer en manos de su titular); pero no es menos cierto que su vocación circulatoria está cuantitativamente limitada: en principio, en el caso del dinero electrónico en sentido estricto, con los esquemas de funcionamiento actuales es susceptible en general de un uso único". Por tanto, es una cuestión no jurídica, sino técnica. En la medida en que se ensayen fórmulas técnicas que permitan el uso múltiple con seguridad se podrá superar el modelo de emisión de dinero electrónico para uso único.

embargo, se configura como un valor en sí (en tanto que moneda) aunque se vincule a un crédito frente a un tercero. Asimismo esta nota marca una importante diferencia con los valores negociables que, incluso cuando representan un crédito contra el emisor, pueden tener un valor no realizable o en todo caso variable si son objeto de negociación en un mercado. Por el contrario el dinero electrónico tiene un valor monetario fijo, exacto, indubitado y con efectividad actual.

3. Tarjeta de pago (crédito/débito)

En cuanto medio de pago es evidente que el dinero electrónico presenta una gran similitud con otros instrumentos de pago como son las tarjetas, ya sean éstas de crédito o de débito. La aplicación de las nuevas tecnologías al empleo de las tarjetas de pago ha llevado en gran medida a la sustitución del papel en las operaciones de pago con tarjeta. La transacción se realiza ya, generalmente, por medios electrónicos. De esta forma se gana en eficiencia y en seguridad. La transacción electrónica de pago acaba, tanto si de utiliza una tarjeta como dinero electrónico (cuyo soporte también puede ser una tarjeta), en una acreditación de fondos a favor del acreedor o beneficiario del pago.

No obstante, la instrumentación funcional y la estructura jurídica de las tarjetas de pago y del dinero electrónico son diferentes (58). Éste incorpora un valor monetario en sí mismo. Las tarjetas de pago no incorporan valor alguno. En aquél, la emisión implica la previa existencia del valor (en efectivo físico, en depósito, en apertura de crédito, etc.) que pasa a convertirse en un valor monetario electrónico. En éstas, no existe valor alguno incorporado a la tarjeta; se producirá una disponibilidad de crédito, previa autorización, o una disponibilidad del saldo de una cuenta del titular, mediante la correspondiente transferencia electrónica de fondos. Tanto en el caso de dinero electrónico virtual como de monederos electrónicos estamos ante un supuesto de prepago, cosa que no sucede en las tarjetas de crédito o débito, que pueden ser de plástico o incluso virtuales. Las tarjetas son nominativas; comportan la identificación del titular. El dinero electrónico puede ser anónimo.

4. Transferencia electrónica de fondos

Como se acaba de señalar, el uso de una tarjeta de débito genera una inmediata transferencia electrónica de fondos desde la cuenta del titular de aquélla a la cuenta del acreedor (vendedor de productor o prestador de servicios). Posiblemente la transferencia electrónica de fondos constituya el medio que facilita la mayor circulación de capitales en el mundo. Con independencia de la existencia de un mayor o menor número de entidades financieras participantes en toda transacción, el elemento esencial definitorio de la transferencia está en la existencia de dos cuentas bancarias: una del ordenante, en la que se realiza un cargo, y otra del beneficiario en la se efectúa el correspondiente abono.

---

(58) Vid. PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 186.

La misma transacción global, en términos económicos, tiene lugar en el conjunto del proceso que se inicia con la emisión del dinero electrónico y finaliza con el reembolso del mismo. La diferencia está en que no necesariamente hay que comenzar con un cargo en una cuenta y un abono en otra. Pero incluso cuando así sucede, se trata de dos elementos exógenos al propio concepto legal de dinero electrónico. Tampoco desde un punto de vista funcional es necesaria la existencia de una cuenta para obtener dinero electrónico o para su reembolso, aunque en la práctica sea frecuente que las entidades financieras operen sobre la base de la existencia de cuentas de sus clientes en las que realizan adeudos y abonos. Pero siempre estas son operaciones instrumentales que facilitan la emisión o el reembolso del dinero electrónico. Por otra parte, también hay que repetir aquí que en las transferencias están identificados el ordenante y el beneficio. El dinero electrónico puede ser anónimo; puede permanecer oculta la identidad tanto de quien entrega el dinero electrónico como de quien lo recibe.

A pesar de la "superposición de operaciones bancarias en la adquisición y liquidación del dinero electrónico" (59), que coinciden con las propias de la transferencia electrónica de fondos, no existe coincidencia en la estructura funcional de uno y otra, ni el régimen jurídico de ésta es aplicable a aquél. Como afirma PASTOR SEMPERE, el dinero electrónico no es una modalidad de transferencia electrónica de fondos, "no se encuentra vinculado a cuentas bancarias personales, sino que almacena dinero en sí mismo" (60).

5. Dinero "convertible"

La doctrina más especializada en la materia se decanta, aun con matizaciones, por calificar el dinero electrónico como dinero "convertible" (61). Se entiende que el dinero electrónico es una réplica del dinero físico. Se trata de una representación inmaterial del mismo. Al igual que el dinero físico, se puede transmitir y se puede depositar. Constituye un paso avanzado en el proceso de "espiritualización" de los instrumentos mercantiles y financieros. De la misma manera que existe el dinero físico en el mundo material del papel y del metal, el legislador pretende que también exista con representación electrónica en el mundo virtual.

---

(59) ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 254.

(60) PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003, p. 259, citando a ALEJANO, A./PEÑALOSA, J.M.ª, "Implicaciones del desarrollo del 'dinero electrónico' para la actuación de los Bancos Centrales", *Banco de España/Boletín Económico*, marzo de 1998, p. 55.

(61) ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 261-263; MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 380-294.

Se asimila la emisión de dinero electrónico a la otrora emisión de dinero por los bancos privados (62). Se trataba de dinero con el mismo valor que el emitido por el Banco de España, pero carecía de la consideración de moneda de curso legal. Su aceptación era voluntaria. Sólo los billetes y monedas emitidos por el Estado eran (y son: ahora con emisión por parte del sistema de bancos centrales europeos) de aceptación obligatoria y plena capacidad solutoria inmediata. Aquellos billetes privados eran convertibles en moneda de curso legal. De igual manera, ahora el dinero electrónico es "convertible" en dinero físico o escriturario a través de su reembolso.

La dificultad de esta calificación reside en que no es igualmente aplicable a todo tipo de implementación o estructura de dinero electrónico. Como ya se indicó, desde un punto de vista funcional se ha venido a llamar dinero electrónico a muchas formas de transmisión de fondos sin manejo de dinero físico. Ya se vio que se produce transferencia de fondos, pero no creación de un nuevo bien (inmaterial) susceptible de "conversión". Incluso dentro del más restringido concepto legal de dinero electrónico, las posibilidades de instrumentación técnicas son también múltiples y variadas (63). Desde un punto de vista práctico se aprecia que los técnicos y los operadores en los mercados se preocupan más por articular sistemas fiables (con la mayor seguridad posible), ágiles, sencillos y de bajo coste para efectuar pagos por medios electrónicos, ya se trate de transacciones comerciales tradicionales (micropagos con monederos electrónicos) o en la red (también pagos con dinero virtual), que de encontrar un exacto equivalente funcional del dinero físico.

Sin embargo, cuando se legisla en la materia, se pretende acotar el equivalente funcional electrónico del dinero, esto es, que exista la posibilidad también de la representación electrónica inmaterial del valor monetario. Pero la opción de política legislativa no ha sido la misma que cuando se ha regulado la representación de los valores. El artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores contempla la doble posibilidad de representación en papel (título) o mediante anotaciones en cuenta (apunte electrónico); si bien luego se incentiva esta segunda opción. Pero las dos son formas de representación de unos determinados derechos. En relación con el dinero no se dispone que los valores monetarios se pueden representar con elementos materiales como el papel o el metal y también en soportes intangibles como los electrónicos. La emisión de dinero de curso legal queda reservada a la autoridad en materia económica (Bancos Centrales). Hasta ahora sólo consiste en dinero físico. Lo que el régimen legal español y europeo permite no es la emisión de dinero electrónico por parte de la autoridad

---

(62) ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 262.

(63) MARTÍNEZ NADAL concluye "que la caracterización jurídica de las diversas formas de dinero electrónico es un tema todavía no resuelto ni probablemente resoluble de forma definitiva, dada la diversidad de productos existentes y dada su carácter variable en función de la evolución de la técnica, lo que impide extraer un conjunto de características comunes y estables". (MARTÍNEZ NADAL, A.: *El dinero electrónico. Aproximación jurídica*, Madrid, 2003, p. 175). Se muestra de acuerdo con esta afirmación MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 381.

pública (situación que cambia con la Directiva 2009/110/CE), sino que entidades privadas, como son las de crédito, pueden emitir un sucedáneo electrónico del dinero de curso legal. Dicha réplica es reembolsable, esto es, convertible en dinero de curso legal.

Desde luego la réplica está sometida a limitaciones que no tiene el tradicional dinero, tales como su sometimiento a período de caducidad, reembolso, limitación en las cuantías (micropagos), gastos de emisión y reembolso, o frecuentemente falta de anonimato o utilización única. A efectos prácticos, y a pesar de la dicción literal ("valor monetario") el dinero electrónico se concibe más como un instrumento para realizar transferencias de fondos puntuales que como una representación de valor monetario. Se emite dinero electrónico para transmitirlo (aunque sólo sea una vez), pero no para conservar el valor o riqueza que representa, como, por ejemplo, permite el papel moneda que se guarda en una caja fuerte.

IV. AUTONOMÍA LEGAL Y CONCEPTUAL

Como se ha podido constar, resulta difícil encajar la nueva realidad que es el dinero electrónico en categorías jurídicas preexistentes. Hay similitudes con figuras afines o relacionadas, e incluso coincidencia en el cumplimiento de determinadas funciones, pero ninguna de las calificaciones vistas resulta apropiada al cien por cien para el llamado dinero electrónico. La propia realidad a la que se puede aplicar esta expresión resulta amplia y diversa. En el momento del desarrollo del comercio electrónico en que nos encontramos, la implementación de medios de pago electrónicos está evolucionando y cambiando permanentemente. Resulta, pues, difícil obtener una foto fija de esa realidad cambiante y tan variada.

Lo que ha hecho el legislador europeo y nacional ha sido establecer un concepto legal propio que acota la parte más específica de ese nuevo instrumento de pago de uso mundial denominado dinero electrónico. Hay, pues, que tener presente esta primera limitación. Se está examinando el régimen jurídico nacional y regional de un instrumento de pago con vocación para su utilización tanto interna como transfronteriza. Precisamente porque el nuevo instrumento no es subsumible en ninguna de las instituciones jurídicas, el legislador ha decidido dotarlo de una configuración jurídica propia. Es cierto que lo hace en términos muy parcos y limitándose prácticamente a señalar las notas básicas configuradotas. Pero ese reconocimiento legal aporta certidumbre jurídica y propicia su uso.

Entiendo que se trata de una figura jurídica y legalmente autónoma. Tiene entidad propia y un régimen jurídico básico específico. No es, pues, imprescindible acudir a la calificación jurídica como medio para determinar el régimen jurídico aplicable. Pero a la vez hay que extraer de las disposiciones legales consecuencias jurídicas necesarias para determinar concretos efectos del empleo del dinero electrónico que no están mencionados *expressis verbis* en los textos legales, si bien resultan de esencial importancia en el desarrollo de la actividad económica.

De las características legales que definen el dinero electrónico y de los elementos comunes con otras figuras afines examinadas se puede colegir que se trata de un medio

de pago, aunque se pretende configurar como un elemento con valor patrimonial (monetario) en sí mismo y no sólo como un instrumento de transmisión de fondos. En sentido legal, los puros medios de transferencia de fondos quedan fuera del concepto de dinero electrónico. Como explicación funcional se puede decir que el dinero electrónico representa dinero en efectivo. Mas en puridad el texto legal no dice que sea una representación, sino que es un valor en sí, específicamente un "valor monetario".

Cuando el texto habla de representación es para indicar que este valor está representado por un crédito contra el emisor. Probablemente no sea el concepto de representación el más apropiado para su utilización aquí. Cuando se habla de representación de derechos o de valores es para señalar un medio que instrumenta y soporta un derecho o valor. Así sucede, por ejemplo, cuando el artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores dice que los valores negociables se pueden representar por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. El contenido es algo diferente; es precisamente la esencia, el contenido, aquello en lo que consisten los valores negociables: el derecho o valor "incorporado" o representado. Tratándose de dinero electrónico, éste es un valor monetario consistente en un crédito contra el emisor. Su representación es electrónica, admitiendo una pluralidad de formas según se instrumente mediante una aplicación informática o mediante un monedero electrónico en un microprocesador.

A este respecto la disposición legal hace gala de un planteamiento basado en la llamada neutralidad tecnológica. En relación con la tecnología es siempre especialmente relevante que la norma jurídica no se configure entorno a una concreta implementación técnica. La rápida evolución tecnológica demanda que las normas se eleven sobre la tecnología de forma que puedan tener virtualidad y ser aplicables también cuando se empleen nuevos desarrollos tecnológicos. De lo contrario la rápida obsolescencia en materia informática y electrónica acarrearía también la de la norma jurídica, que por su propia naturaleza está llamada a una mayor permanencia. La propia Directiva 2000/46, en su considerando 5, afirma que su contenido se inspira en el principio de neutralidad ante el uso de las distintas tecnologías. Literalmente dice que la "Directiva introduce un marco jurídico neutro desde el punto de vista tecnológico" (64).

Ya se han expuesto las notas características del concepto legal de dinero electrónico. Tanto este concepto como el régimen jurídico general aplicable se integra con otras normas contenidas en el propio artículo 21 de la Ley 44/ 2002. A ellas se hará en seguida referencia, siquiera sea someramente. Pero antes hay que destacar en el concepto autónomo de dinero electrónico dos elementos esenciales: la representación electrónica y su configuración legal como elemento alternativo y equivalente al uso del dinero representado por papel o metal. Estos dos elementos son realidad práctica en el desarrollo cotidiano del comercio electrónico. El legislador aporta certidumbre jurídica mediante el reconocimiento legal. Tanto en la práctica como en el texto legal,

(64) En esta misma dirección, con posterioridad la Directiva 2009/110/CE afirma en su considerando 8 que la definición de dinero electrónico tiene que ser "suficientemente amplia, de modo que no se obstaculice la innovación tecnológica y entren en ella no sólo todos los productos de dinero electrónico que existen actualmente en el mercado, sino también los productos que puedan desarrollarse en el futuro".

la configuración del dinero electrónico, en sus múltiples variantes, responde a una alternativa electrónica e inmaterial al empleo del dinero físico. Por ende lo es también al uso de otros instrumentos de pago en soporte papel o plástico e incluso electrónicos, aunque en relación con estos últimos, como se indicó, se utilizan técnicas similares, por ejemplo, a las de la transferencia electrónica de fondos (si bien con notables diferencias).

El requisito legal de que el dinero electrónico ha de ser aceptado "como medio de pago por empresas distintas del emisor" ha de ser interpretado en sentido teleológico y no como el establecimiento de una condición. Como se está delimitando un concepto específico y restringido, con este requisito se excluyen los sucedáneos del dinero circunscritos a ámbitos cerrados. Si algo define al dinero es su uso generalizado como instrumento de pago. Por tanto, cualquier vale o bono de uso limitado al interior de una empresa no alcanza la calificación de dinero. En la práctica comercial de nuestros días son de uso frecuente los medios de pago propios de una determinada empresa. Se ofrecen para facilitar el pago y para instrumentar mecanismos de fidelización de clientes. Incluso si consisten en un valor monetario en soporte electrónico, no se consideran dinero electrónico por faltarle la posibilidad de aceptación generalizada (65).

Ahora bien, este requisito no se debe interpretar en el sentido de que el dinero electrónico no adquiere su calificación jurídica como tal hasta que es transmitido a un tercero distinto del emisor. Esto supondría someter a condición la emisión de dinero electrónico. Sería algo absurdo. El dinero, electrónico o no, es tal —o no lo es— desde su emisión, con independencia de que posteriormente, de hecho, se efectúen o no pagos con él. Una interpretación teleológica de la norma lleva a concluir que lo único que pretende el legislador es dejar fuera todo ese conjunto de instrumentos de pago que *ab initio* están ya concebidos para su uso limitado en el seno de las relaciones comerciales de una determinada empresa. Los demás medios de pago electrónicos consistentes en un valor monetario, emitidos con los requisitos legales establecidos, destinados a su aceptación por personas (*rectius* empresas) distintas del emisor, tiene la naturaleza y calificación de dinero electrónico desde el mismo momento de su emisión, con independencia del uso posterior que se les dé.

V. LIMITACIONES LEGALES

La delimitación vista del concepto legal de dinero electrónico se integra por lo dispuesto en el artículo 21 de la Ley 44/2002 y el RD 322/2008. Como ya se ha reiterado, ambas normas, incorporando la Directiva 2000/46, tienen como finalidad establecer el régimen jurídico específico de las entidades de dinero electrónico. Es en

(65) Entre tales instrumentos de pago, la Directiva 2009/110/CE menciona (considerando 5), para excluirlos de su ámbito de aplicación, "las tarjetas de compra, tarjetas de combustible, tarjetas de socio, tarjetas de transporte público, vales de alimentación o vales de servicios (tales como vales de servicios de guardería, vales de servicios sociales o regímenes de vales de servicios que subvencionen el empleo de personal encargado de los trabajos domésticos como la limpieza, la plancha o la jardinería)".

razón de la delimitación de la actividad principal de éstas que resulta necesario incluir unas normas, aunque sean mínimas, relativas al concepto y régimen jurídico del dinero electrónico.

Baste, para concluir esta aproximación a la configuración jurídica del dinero electrónico, unas pinceladas sobre tres elementos de su regulación que tienen carácter limitativo: la emisión, el reembolso y la caducidad. En el apartado siguiente se finalizará con una consideración sobre la garantía que tiene el dinero electrónico (66).

1. Emisión

El considerando 7 de la Directiva 2000/46 predica de la actividad de emisión de dinero electrónico "su carácter específico de substitutivo electrónico de las monedas y los billetes de banco". Pues bien, esta actividad emisora tiene una doble limitación junto con una carga: Sólo determinadas entidades pueden emitirlo y sólo se puede hacer a la par. Por otra parte, quien obtiene el dinero electrónico probablemente tenga que pagar gastos de emisión.

El dinero electrónico no es emitido por la misma autoridad pública en materia económica (banco central) que emite el dinero en papel o metal. Se trata de emisores privados (67). Pero no cualquier persona puede emitirlo. Se puede realizar la operación técnica de "confección" mediante aplicación informática; pero el dinero no estará emitido mientras no lo valide y asuma como deuda propia la entidad que formalmente tiene la condición de emisora. Sólo las entidades de crédito pueden emitir dinero electrónico. Ahora bien, para que así fuera posible, fue necesario ampliar el concepto de entidad de crédito e incrementar el listado de las clases de entidades de crédito con las entidades emisoras de dinero electrónico.

Así, el apartado 11 del mismo artículo 21 de la Ley 44/2002 dio nueva redacción al artículo 1 del Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, en los siguientes términos:

"Artículo 1. Definición.

1. A efectos de la presente disposición, y de acuerdo con la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se entiende por 'entidad de crédito':

a) Toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras

---

(66) En el futuro se deberá producir la necesaria adaptación normativa para incorporar la Directiva 2009/110/CE.

(67) Como se verá más adelante, la Directiva 2009/110/CE contempla ya la posibilidad de que los Bancos centrales y otras autoridades públicas puedan también emitir dinero electrónico.

análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza.

b) Toda empresa o cualquier otra persona jurídica, distinta de la recogida en el párrafo a) anterior que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

2. Se conceptúan entidades de crédito:

a) El Instituto de Crédito Oficial.
b) Los Bancos.
c) Las Cajas de Ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
d) Las Cooperativas de Crédito.
e) Los Establecimientos Financieros de Crédito.
f) Las Entidades de Dinero Electrónico".

El considerando 6 de la Directiva 2000/46 pone de manifiesto que las entidades de crédito ya podían emitir dinero electrónico (68). El problema estaba en la existencia de otras entidades emisoras de dinero electrónico que no tenían la condición de entidades de crédito y, por tanto, no estaban sometidas al correspondiente régimen de supervisión y control. La finalidad de la Directiva era regular estas entidades. Había dos opciones de política legislativa: regularlas al margen de las entidades de crédito, o bien incluirlas dentro de éstas y establecer un régimen especial para las mismas. Finalmente se adoptó esta segunda opción. De ahí la modificación legal que se acaba de mencionar (69).

---

(68) "En virtud del punto 5 del anexo I de la Directiva 2000/12/CE, las entidades de crédito ya pueden emitir y gestionar medios de pago, incluido el dinero electrónico, así como desarrollar tales actividades en todo el territorio comunitario, estando sujetas al reconocimiento mutuo y al sistema global de supervisión cautelar que se les aplica de conformidad con las Directivas bancarias europeas". (Considerando 6, Directiva 2000/46).

(69) Vid. MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 395. En esta materia el Derecho comunitario sigue una trayectoria errática. Con la Directiva 2009/110/CE se vuelve de nuevo a dar marcha atrás. Ciertamente la regulación, supervisión y control de las entidades de dinero electrónico es menor que para el conjunto de las entidades de crédito, así como el ámbito de actuación de las primeras es mucho más restringido que el de las segundas. Esas diferencias han llevado a una rectificación del legislador comunitario desde su opción en la Directiva 2000/46/CE en relación con la 2000/12/CE, a la posición adoptada en la Directiva 2009/110/CE de no calificar como entidad de crédito a las entidades de dinero electrónico: "Así, la Directiva 2009/110/CE modifica el concepto de 'entidad de crédito' contenido en el artículo 4.1 de la Directiva 2006/48/CE para dejar claro que las entidades de dinero electrónico vuelven a no ser consideradas entidades de crédito". El considerando 25 de la Directiva 2009/110/CE lo expresa en los siguientes términos: "De acuerdo con la Directiva 2006/48/CE, las entidades de dinero electrónico se consideran entidades de crédito, si bien no pueden aceptar depósitos del público ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público. Visto el régimen que introduce la presente Directiva, resulta oportuno modificar la definición de entidad de crédito que establece la Directiva 2006/48/CE, al objeto de garantizar que las entidades de dinero electrónico no se consideren entidades de crédito".

El artículo 1.4 de la Directiva dispone que los "Estados miembros prohibirán a las personas o empresas que no sean entidades de crédito, tal como se definen en el párrafo primero punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE, el ejercicio de la actividad comercial de emitir dinero electrónico". Por tanto, la actividad comercial de emitir dinero electrónico queda reservada a las entidades de crédito (70). La norma queda incorporada a nuestro ordenamiento en el párrafo primero del artículo 21.4 de la Ley 44/2002, que dispone: "Ninguna persona física o jurídica, nacional o extranjera, podrá, sin haber obtenido la autorización para actuar como entidad de crédito y hallarse inscrita en los correspondientes registros, ejercer en el territorio español la actividad comercial de emitir dinero electrónico". Por tanto, la limitación relativa a las posibilidades de emisión consiste en que sólo las entidades de crédito pueden emitir dinero electrónico. A fin de cuentas el valor monetario electrónico consiste en un crédito contra su emisor. Ahora bien, mientras la generalidad de las entidades de crédito puede, como está en su propia naturaleza, conceder crédito, la última clase admitida de estas entidades no puede hacerlo (71). Nos estamos refiriendo a las entidades de dinero electrónico. Se califican como entidades de crédito, pero su actividad principal está limitada a la emisión de dinero electrónico, sin que puedan conceder crédito a tal fin. El dinero que emitan debe corresponder a un contravalor dinerario efectivamente recibido. Son entidades especializadas en la emisión de dinero electrónico, pero no tienen la exclusiva de su emisión. La exclusiva corresponde a la totalidad de las entidades de crédito (72).

Como ya hemos señalado, este escenario cambia con la Directiva 2009/110/CE. Bajo el régimen de la derogada Directiva 2000/46 sólo las entidades de crédito podían

---

(70) Cfr. PLAZA PENADÉS, J.: "Contratación electrónica y pago electrónico (en el derecho nacional e internacional)", en *Contratación y comercio electrónico* (dir. F.J. Orduña Moreno), Valencia, 2003, p. 458-459.

(71) Tampoco pueden recibir depósitos del público. Así se sigue manteniendo en la Directiva 2009/110/CE: "Las entidades de dinero electrónico no aceptarán del público depósitos u otros fondos reembolsables" (artículo 6.2). En el considerando 18 se aclara que la "posibilidad de obtener el reembolso no supone, en sí misma, que los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico deban considerarse depósitos u otros fondos reembolsables a los efectos de la Directiva 2006/48/CE".

(72) BERROCAL afirma, citando a ROMERO, que sobre la base del artículo 5 de la Directiva 2000/46/CE las entidades de dinero electrónico pueden "conceder créditos a sus clientes, ya sean particulares y empresas, mediante los instrumentos de pago que estén autorizados a emitir y gestionar" (BERROCAL LANZAROT, A.I.: "Las entidades de dinero electrónico: su régimen jurídico", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 95, 2008, p. 61). Sin embargo, el propio ROMERO, cuando comenta el apartado 5 del artículo 1 de la Directiva, relativo a las actividades que pueden desempeñar las entidades de dinero electrónico, afirma que la corrección al texto inicial de la Directiva, que les hubiera permitido la emisión de cualquier otro medio pago, como por ejemplo tarjetas de crédito, fue una acertada decisión. Concluye que el texto finalmente aprobado "… con exclusión de la concesión de cualquier forma de crédito" ha sido "acertada y atiende al espíritu que guía el texto de la Directiva de evitar que se emita dinero electrónico sin que haya mediado intercambio real de fondos". (ROMERO FERNÁNDEZ, J.A.: "El marco comunitario de las entidades de dinero electrónico: perfiles jurídico-privados", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 17, junio 2001, p. 41).

emitir dinero electrónico, si bien con un enfoque en el parecía primar la especialización de las entidades de dinero electrónico en dicha actividad, aunque permitiendo al resto de entidades de crédito que también pudieran emitir dinero electrónico. En la Directiva 2009/110/CE cambia completamente el enfoque. Las entidades de dinero electrónico ya no son consideradas entidades de crédito. La Directiva enumera quiénes pueden emitir dinero electrónico para luego centrarse en el régimen específico de las entidades de dinero electrónico incluyendo su supervisión. Desde luego el nuevo texto de la Directiva 2009/110/CE deja mucho más claro quiénes pueden ser emisores de dinero electrónico. En su artículo 1 establece (73) las siguientes categorías de emisores de dinero electrónico:

a) Entidades de crédito, en el sentido del artículo 4, punto 1, de la Directiva 2006/48/CE.

b) Entidades de dinero electrónico, tal como se definen en el artículo 2, punto 1, de la propia Directiva 2009/110/CE.

c) Oficinas de cheques postales facultadas en virtud de la legislación nacional para emitir dinero electrónico.

d) El Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales, cuando no actúen en su condición de autoridad monetaria, u otras autoridades públicas.

e) Los Estados miembros y sus autoridades regionales y locales, cuando actúen en su condición de autoridades públicas.

La segunda limitación apuntada en relación con la emisión de dinero electrónico tiene que ver con la nota definitoria de éste recogida tanto en la Directiva como en la Ley y Reglamento patrios en el sentido de que la emisión ha de responder a fondos efectivamente recibidos. Cuestión distinta es que una entidad de crédito, en el ejercicio de su actividad habitual conceda un crédito; cosa que no puede realizar una entidad de dinero electrónico. La operación de emisión en sí ha de responder a una efectiva provisión de fondos por la totalidad de la suma emitida. El legislador español, como he señalado, va más allá. Cercena la posibilidad de emitir con descuento encubriendo la percepción de comisiones. Se busca la transparencia. En consecuencia, el coste, gastos, comisiones o cualquier otra expresión que se utilice para mencionar la retribución de la operación de emisión, se tiene que identificar como tal con la condición de operación distinta al hecho de la emisión-conversión de fondos recibidos en dinero electrónico (74). Se impone la emisión a la par.

La tercera nota limitativa en la emisión de dinero electrónico, que he denominado carga, tiene que ver precisamente con el coste de la emisión del dinero electrónico.

---

(73) Vid. también considerando 17 de la Directiva 2009/110/CE.

(74) El RD 322/2008, sin embargo, no ha recogido el párrafo de la Ley 44/2002 añadido al texto de la Directiva prohibiendo la emisión con descuento. Como ya se ha indicado, la Directiva 2009/110/CE es taxativa al disponer en el ya citado artículo 11.1 que el dinero electrónico ha de ser emitido por su valor nominal al recibo de los fondos por los emisores.

Cuando se emiten billetes o monedas de banco, que constituyen la moneda de curso legal, no se repercute sobre cada primer poseedor de aquéllos el coste de la emisión. El dinero físico se entrega "libre de gastos" a los usuarios. El coste de emisión constituye un gasto público más realizado por la autoridad pública emisora. Sin embargo, cuando se emite dinero electrónico, ni se trata de dinero de curso legal ni el emisor suele ser público. Se trata de una actividad económica privada desarrollada por una entidad de crédito generalmente privada (en algún caso pudiera ser pública la entidad, por ejemplo, el Instituto de Crédito Oficial [75]; pero la actividad no dejaría de estar sometida al ordenamiento jurídico privado). Por tanto, como toda actividad empresarial, dependerá de la estrategia de negocio del empresario diseñar los cauces por los que obtiene sus ingresos, no sólo para cubrir gastos, sino también para obtener beneficios.

El mero hecho de la emisión de dinero electrónico constituye ya una oportunidad de negocio, sin necesidad de que el mismo comporte en sí una operación de crédito. Los fondos que se entregan a la entidad emisora quedan en el patrimonio de ésta afectos como respaldo del dinero electrónico que se emite. Por eso tanto la Ley 44/2002 como el Real Decreto 322/2008 son estrictos a la hora de imponer a las entidades emisoras el tipo de inversiones en que pueden colocar dichos recursos en tanto se solicita su reembolso. Fundamentalmente se requiere liquidez y seguridad (con la máxima marginación del riesgo) [76]. Evidentemente eso afecta a la rentabilidad. Pero por poca que sea siempre será superior al coste de la obtención de los recursos invertidos: por definición el coste directo del pasivo es cero, ya que tanto la emisión como el reembolso es a la par. Habrá, por supuesto, gastos, de la misma manera que habrá oportunidad de negocio adicional en la medida que se le puedan prestar otros servicios al cliente.

El legislador no quiere que la emisión de dinero constituya una operación de crédito. Sin embargo, si el emisor es una entidad de crédito, puede haberlo concedido previamente. Si es una entidad de dinero electrónico, el crédito puede provenir de otra entidad financiera del mismo grupo de sociedades. Pero, además, paradójicamente, el propio objeto de la emisión, el dinero electrónico, se configura jurídicamente como un crédito frente al emisor. De ahí la oportunidad de negocio apuntada de una posición deudora sin coste. En todo caso el costo de la operación de conversión-emisión del dinero electrónico puede ser objeto de repercusión total o parcial de forma directa sobre el cliente que demanda el servicio. Serán condiciones y reglas de mercado las que determinen qué comisiones o tarifas están los clientes dispuestos a asumir. Eso sí, siempre de forma clara, transparente y separada de la operación de conversión a dinero en soporte electrónico.

---

(75) Como se ha indicado, la Directiva 2009/110/CE contempla la posiblidad de emisión de dinero electrónico también por las entidades públicas.

(76) Vid. régimen de inversiones en artículo 5 de la Directiva 2000/46, artículo 21.9 de la Ley 44/2002 (precepto habilitante) y artículo 11 del RD 322/2008.

2. Reembolso

Otra limitación legal relativa al dinero electrónico viene de la mano del régimen de reembolso. Se trata de una diferencia significativa en comparación con el dinero de curso legal. Habría tenido similitud con el anterior régimen jurídico relativo a la convertibilidad de la moneda (77). La esencia y el respaldo de los billetes de banco o papel moneda estaban en la posibilidad de convertirlos, en última instancia, en moneda de oro o plata con valor en sí misma. El régimen de reembolso supone una limitación con doble vertiente: es un trámite que ralentiza y encarece, y puede generar un "enriquecimiento injusto" por "pérdida" de las pequeñas cuantías de dinero no reembolsables (78).

Aunque se pueda afirmar que el dinero electrónico "cumple las tres funciones primordiales atribuibles al dinero, es decir, ser *unidad de cuenta*, *medio de pago* y *reserva de valor*" (79), su configuración legal está claramente dirigida a consolidarlo como "medio de pago". Así aparece en los textos ya examinados (80). Por tanto, como

---

(77) Siglo XIX y principios del XX. Los "billetes de emisión privada eran moneda convertible por la moneda metálica acuñada por el Estado, única moneda de curso legal pleno" (ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 262).

(78) Probablemente por este motivo la Directiva 2009/110/CE ha eliminado la posibilidad de establecer un límite mínimo: "El reembolso debe poder efectuarse en todo momento, al valor nominal y sin posibilidad de acordar un límite mínimo para el reembolso". (Considerando 18 de la Directiva 2009/110/CE).

(79) MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 384.

(80) La Directiva 2009/110/CE se manifiesta como una norma reguladora de un concreto medio de pago: el dinero electrónico; instrumento este al que es aplicable la Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, como marco regulatorio general, con las especialidades contenidas en la Directiva 2009/110/CE. De hecho la propia Directiva 2009/110/CE, en la definición transcrita más arriba de dinero electrónico contenida en el artículo 2.2, incorpora la cita de la Directiva 2007/64/CE al remitir a ella el concepto de "operación de pago". Esta última Directiva define en su artículo 4.5 "operación de pago" como "una acción, iniciada por el ordenante o por el beneficiario, de situar, transferir o retirar fondos, con independencia de cualesquiera obligaciones subyacentes entre ambos".

La Directiva 2007/64/CE ha sido incorporada al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago (BOE núm. 275, de 14 de noviembre). El artículo 2.5 de esta Ley recoge el concepto de operación de pago de la Directiva en los siguientes términos: "una acción, iniciada por el ordenante o por el beneficiario, consistente en situar, transferir o retirar fondos, con independencia de cualesquiera obligaciones subyacentes entre ambos". Según el artículo 4.1.b) de dicha Ley, las entidades de dinero electrónico tienen la condición de proveedores de servicios de pago, pudiendo, por tanto, prestar dichos servicios de pago que la misma Ley regula. Sin embargo, las entidades de pago reguladas en la citada Ley 16/2009 no podrán emitir dinero electrónico (artículo 6.1 de la Ley 16/2009).

Si bien la Ley 16/2009 incluye el dinero electrónico como un medio de pago, tiene presente su peculiaridad como dinero sustituto del representado mediante papel o metal. De ahí que contenga una

medio de pago, su vocación prioritaria no es la conversión o reembolso, sino la circulación. Y aquí parece estar al día de hoy todavía el talón de Aquiles del dinero electrónico. Su reutilización como moneda no es fácil. Si se trata de pequeñas cuantías, el coste de su instrumentación técnica resulta desproporcionado. Si se quiere para cuantías mayores, todavía no se ha generado la suficiente confianza que elimine la incertidumbre que aún cercena la seguridad que ofrecen las nuevas tecnologías. MATEO afirma que "prácticamente ninguno de los esquemas de dinero electrónico diseñados permite la utilización de la misma moneda en transacciones sucesivas sin tener que previamente depositarla, de modo que en su práctica totalidad son sistemas" *no transferibles* (81).

El apartado octavo del artículo 21 de la Ley 44/2002 dispone: "El portador de dinero electrónico podrá, durante el período de validez, solicitar al emisor que se lo reembolse al valor nominal por monedas y billetes de banco o por transferencia a una cuenta, sin otros gastos que aquellos que resulten estrictamente necesarios para realizar la operación.

El contrato entre el emisor y el portador estipulará claramente las condiciones de reembolso, pudiendo prever un límite mínimo para el mismo, que no podrá superar los diez euros".

El precepto recoge literalmente el artículo 3 de la Directiva 2000/46, si bien el segundo párrafo refunde los números 2 y 3 del artículo de la Directiva. En la tramitación parlamentaria de la Ley se presentó la enmienda núm. 13, del G.P. Federal de Izquierda Unida, proponiendo que el inciso final dijese: "... sin que por ello tenga que abonar ningún tipo de gasto". Se argumentaba que lo mismo que el banco no podrá abonar ningún tipo de interés por el dinero no utilizado y depositado, el cliente tampoco deberá tener ningún coste adicional por el cambio descrito" (82). En la

---

norma especial como la incluida en el artículo 23.3 de dicha Ley que consiste en una excepción al régimen de control y responsabilidad del prestador de servicios de pago cuando, tratándose de dinero electrónico, no tiene posibilidad de bloquear la transmisión no autorizada, incluso fraudulenta, del mismo.

Ambas disposiciones (Directiva 2007/64/CE y Ley 16/2009) consideran el dinero electrónico como equivalente funcional del papel moneda, al definir "fondos" en los siguientes términos:

— "billetes y monedas, dinero escritural y dinero electrónico con arreglo al artículo 1, apartado 3, letra b), de la Directiva 2000/46/CE" (artículo 4.15 de la Directiva 2007/64/CE);

— "billetes y monedas, dinero escritural y dinero electrónico con arreglo al artículo 1.2 del Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico" (artículo 2.15 de la Ley 16/2009).

(81) MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 135, donde señala como excepción el sistema MONDEX, basado en una tarjeta inteligente que permite la circulación monetaria entre usuarios de la misma sin intervención de tercero alguno.

(82) *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 17 de mayo de 2002, núm. 69-12, p. 75.

Comisión de Economía y Hacienda, se rechazó la enmienda por ir en contra de la Directiva [83].

A tenor del considerando 9 de la Directiva, con la posibilidad de reembolso se pretende dar confianza al portador de dinero electrónico [84]. Para evitar obstáculos al posible ejercicio de esa facultad, en el considerando 10 se dice que el reembolso deberá entenderse siempre hecho al valor nominal (como dispone el texto del precepto) [85]. Sin embargo, el hecho es que el texto de la norma contempla la posibilidad de que se carguen los gastos que se entienda que genera el reembolso. Por esta vía puede suceder que, tratándose de reembolso por importe no muy elevado, resulte desincentivado el mismo por el elevado coste, debido a gastos, en términos porcentuales. Teniendo presente esta realidad, la norma prevé que se pueda establecer, por vía convencional, un valor monetario mínimo por debajo del cual no se procederá al reembolso. Ese límite no podrá ser en ningún caso superior a diez euros. A partir de esa cifra siempre se podrá proceder al reembolso. Sin embargo, se podrá pactar una cifra inferior a partir de la cual exista la facultad de ejercer el derecho de reembolso [86].

La norma se refiere al contrato entre emisor y portador. Parece olvidar que hay casos en los que el titular del dinero electrónico no lo "porta". Sencillamente puede estar "instalado" en el disco duro de su ordenador [87]. Quizás sea, por tanto, más preciso hablar de tenedor que de portador. Evidentemente este segundo término encaja más con las tarjetas prepago o monederos electrónicos que con el dinero digital de ordenador (*E-Cash, CiberCash*). Lo cierto es que la norma tiene como presupuesto de hecho el reembolso del dinero electrónico por quien ha sido contratante con el emisor del mismo. En dicho contrato se fijarán las condiciones del posible reembolso, si no se gasta la totalidad del dinero electrónico emitido a "ese" portador.

El esquema legal diseñado queda aún lejos de la "utopía"? del dinero electrónico de uso universal e incluso moneda de curso legal. Hasta ahora sólo empresarios podían ser destinatarios de pagos con dinero electrónico. Es imprescindible que ese empresario disponga del hardware y el software necesario para su recepción. Normalmente tendrá un acuerdo de gestión de su dinero electrónico con una entidad de crédito. Teniendo presente la general no reutilización del dinero electrónico, el concepto de

---

(83) CORTES GENERALES, *Diario de sesiones del Congreso de los Diputados, Comisiones*, año 2002, VII Legislatura, núm. 504, p. 16171. La enmienda fue reiterada, aunque igualmente sin éxito, en el Senado con el número 24 [*Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Senado, Serie II, 17 de septiembre de 2002, núm. 86 (d)].

(84) Así se reitera en el considerando 18 de la Directiva 2009/110/CE.

(85) El derecho al reembolso por el valor nominal se mantiene en el artículo 11.2 de la Directiva 2009/110/CE.

(86) Téngase presente la eliminación del límite mínimo por la Directiva 2009/110/CE. Los términos en que el artículo 11.2 de esta Directiva regula el derecho al reembolso, es decir, a recibir "el valor monetario del dinero electrónico *de que disponga*", dejan claro que no cabe la posibilidad de que por vía convencional se establezca una limitación, esto es, se fije un límite mínimo.

(87) O, como admite la Directiva 2009/110/CE, en un servidor a distancia.

reembolso se presenta con un sentido anfibológico. Con carácter general, el dinero electrónico, no reutilizable, tiene que ser reembolsado, en el sentido de reconvertido, para que su portador (o mejor tenedor) pueda disponer de su valor. En sentido técnico más preciso, el reembolso del dinero electrónico no utilizado constituye el supuesto de hecho de la norma del párrafo segundo del artículo 21.8 de la Ley 44/2002. Se refiere a la relación jurídica entre la entidad emisora y el "creador" o receptor primero del dinero electrónico, que no llega a transmitir. Evidentemente la limitación que supone la posibilidad de pactar una cantidad inicial, nunca superior a 10 euros, que puede no ser objeto de reembolso sólo puede vincular a las partes que lo pactan (88). La cuestión queda saldada y aclarada por la Directiva 2009/110/CE. En lo que hace a la posibilidad de fijar un límite mínimo para el reembolso, ya se ha dicho que desaparece. Por otro lado dicha Directiva aclara dos posibles dudas:

1. ¿Se refiere el reembolso sólo al retorno del valor del dinero electrónico remanente no gastado (no transmitido) por quien lo adquirió del emisor? ¿O abarca también a la conversión del dinero electrónico recibido en pago (o como donación: ¿ONG?) en dinero de curso legal no electrónico?

2. ¿Vinculan las condiciones del contrato de emisión celebrado entre el emisor y el titular adquirente del dinero electrónico al tercero adquirente que lo recibe de éste?

De forma conjunta la Directiva 2009/110/CE resuelve ambas cuestiones en su artículo 11.7: el contrato de emisión vincula también al adquirente del dinero electrónico, de manera que tiene derecho de reembolso, pero en los términos pactados en aquel contrato, especialmente por lo que a los gastos de reembolso se refiere (89).

El legislador de comienzos de la primera década del siglo XXI intenta aminorar la carga para el tenedor del dinero electrónico en la operación de reembolso. Por eso dispone que se realizará "sin otros gastos que aquellos que resulten estrictamente necesarios para realizar la operación". La concreción y aplicación de esta norma podrá, sin duda, suscitar diferencia de criterio acerca de los conceptos y cuantías que en cada caso concreto puedan constituir los "gastos estrictamente necesarios". Pero en

---

(88) Sin prejuicio de otras consideraciones en relación con su posible calificación como cláusula abusiva en un contrato de adhesión o que pueda constituir una vía de enriquecimiento injusto por parte de la entidad emisora de dinero electrónico.

(89) "No obstante lo dispuesto en los apartados 4, 5 y 6, los *derechos de reembolso de las personas distintas a los clientes"*, que acepten dinero electrónico estarán *sujetos a las estipulaciones contractuales* acordadas entre los emisores de dinero electrónico y dichas personas" (artículo 11.7 de la Directiva 2009/110/CE). Sería un supuesto de subrogación *ex lege* necesario e implícito en el hecho de aceptar dinero electrónico. A primera vista la norma suscita dudas de calificación jurídica y, desde luego, induce a intuir que puede ser fuente de sorpresa, y posiblemente de conflicto, ya que probablemente el dinero se reciba primero sin información alguna en relación con las condiciones del coste de su reembolso (eso sí, sólo en los casos en que la normativa permite que exista), pero cuya cuantía y condiciones sólo se descubren "sorpresivamente" con posterioridad cuando se pretende realizar.

todo caso será una carga para quien decide utilizar dinero electrónico (90). Gasto en el que no se incurre al utilizar dinero físico.

Ante la falta de precisión de la norma, a final de la década primera del tercer milenio, la Directiva 2009/110/CE restringe y clarifica tipificando los supuestos en que se pueden cobrar gastos de reembolso. La regla general pasa a ser que no se cobra a quien ejercita el derecho de reembolso del dinero electrónico, salvo en los supuestos preestablecidos en dicha Directiva y siempre que se cumpla el requisito de que el importe de dichos gastos esté especificado en el contrato de emisión del dinero electrónico (91).

Desde luego, mientras el dinero electrónico se siga entendiendo como moneda privada, su reembolsabilidad será inevitable como elemento de garantía para incentivar su uso. En cualquier caso es siempre el usuario el que está asumiendo costes y riesgo (92).

---

(90) ECHEBARRÍA afirma a este respecto: "No creo, sin embargo, que proceda la imposición de comisiones por la operación de pago y menos aún por la de reembolso, ya que la misma contradice intrínsecamente la idea de correspondencia entre el valor recibido y el valor emitido" (ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 246).

(91) La respuesta está en el artículo 11.4 de la Directiva 2009/110/CE, que determina:

"El reembolso podrá estar sujeto a cargas únicamente si así se estipula en el contrato de conformidad con el apartado 3 y sólo en uno de los siguientes casos:

a) cuando el reembolso se solicite antes de concluir el contrato;

b) cuando el contrato determine una fecha de finalización y el titular del dinero electrónico haya resuelto el contrato con anterioridad a dicha fecha, o

c) cuando el reembolso se solicite con más de un año de antelación respecto de la fecha de finalización del contrato.

Toda carga será proporcional y adecuada a los costes reales en que incurra el emisor de dinero electrónico".

En realidad lo que se pretende es incentivar la permanencia del dinero electrónico durante un determinado período. Si así se hace no se cobrarán gastos. Antes se hacía referencia al período de validez y a los gastos de reembolso dentro del mismo. Ahora desaparece tal mención relativa a la validez y se propicia —no cobrando gastos— que se mantenga el dinero electrónico durante el tiempo pactado en el contrato de emisión. Si se reembolsa antes, o transcurrido más de un año, sigue habiendo la posibilidad de cargar costes. Hay un error en la versión española de la Directiva. En el texto oficial publicado el día 10 de octubre de 2010 dice en el apartado c) "con más de un año de antelación" cuando debe decir "transcurrido más de un año". De lo contrario el supuesto c) estaría subsumido en el supuesto a). En la versión de la Directiva en otros idiomas aparece correctamente.

(92) No se olvide que el emisor es, generalmente, entidad privada que puede incurrir en insolvencia, aunque una adecuada regulación y supervisión intente prevenirla. MATEO trae a colación el caso de las entidades Flooz.com y Venís.com, que desarrollaron dos sistemas de pagos en una moneda denominada "beenz", cada una de las cuales equivalía a un céntimo de dólar USA. Ambas empresas quebraron y un gran número de usuarios de sus servicios perdieron toda posibilidad de utilizar o recuperar sus "beenzs". Cfr. MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005, p. 428.

3. Caducidad

Esta nota viene directamente unida a la reembolsabilidad del dinero electrónico. La disposición vista del artículo 3 de la Directiva y 21.8 de la Ley establece que el dinero electrónico se podrá reembolsar "durante el período de validez". El legislador se ha limitado a admitir la caducidad, pero no la regula. Deja al ámbito de la autonomía de la voluntad el establecimiento de las condiciones en que se haya de producir el reembolso. Una de ellas será el período durante el cual se puede llevar a término.

Es claro que el sometimiento del dinero electrónico a plazo de caducidad lo diferencia significativamente del dinero físico. Parece ser que el empleo de las nuevas tecnologías así lo requiere como elemento de seguridad. Al no estipularse nada al respecto, parece que el valor del dinero caducado quedaría a beneficio del emisor. ECHEBARRÍA afirma al respecto: "Se plantea aquí un conflicto de intereses: por un lado los sistemas de dinero electrónico requieren de la caducidad por motivos de seguridad, renovación tecnológica y costes de mantenimiento de códigos obsoletos. Por otro, una norma de caducidad planteada en términos extremos atentaría contra los derechos del portador. Sería necesario regular la caducidad y la posibilidad de recuperar una porción razonable de los valores entregados en términos compensatorios para ambos intereses" (93).

Como se ha indicado en nota, la Directiva 2009/110/CE no hace referencia al período de validez, sino a la fecha de finalización del contrato. En el artículo 11.6 determina que cuando el titular del dinero electrónico solicite el reembolso "en la fecha de finalización del contrato o hasta un año después de dicha fecha", se reembolsará el valor monetario total del dinero electrónico que se posea. Nada se dice acerca de qué sucede, en términos de validez, transcurrido el plazo de un año concedido para el reembolso libre de gastos. Como se ha indicado, razones tecnológicas aconsejan la existencia de un plazo de validez o la fijación de una fecha de caducidad. Aunque nada diga la norma al respecto, parece que lo razonable será que, al fijar en el contrato su plazo de duración, se señale asimismo una fecha de caducidad para el dinero electrónico emitido. Obviamente, por mor de la norma citada, el titular poseedor de dinero electrónico ha de disponer, al menos, del plazo de un año para el reembolso de dinero sin coste alguno. Nada impide que ese plazo pueda ser ampliado por vía convencional. Como se ha señalado, la Directiva 2009/110/CE contempla la posibilidad de reembolso con gastos transcurrido un año desde la fecha de terminación del contrato. Pero las razones de índole tecnológica apuntadas aconsejan que se pacte una fecha o plazo final de caducidad.

---

(93) ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 248.

VI. GARANTÍA

La principal garantía, como elemento de solidez del dinero electrónico, deriva del requisito de su emisión a la par, previo desembolso de su valor (94). Si el emisor es una entidad de dinero electrónico, ésta deberá tener los fondos a buen recaudo en inversiones líquidas y mínimo riesgo (95). Si es cualquier otra entidad de crédito, está sometida al régimen de control y supervisión específico de dichas entidades dirigido a garantizar su solvencia, además de contar con la cobertura del fondo de garantía de depósitos correspondiente (96).

El apartado tercero del artículo 21 de la Ley 44/2002 dispone: "La recepción de fondos, de conformidad con lo establecido en la párrafo b) del apartado anterior no constituirá recepción de fondos reembolsables del público si los fondos recibidos se cambian inmediatamente por dinero electrónico.

"La recepción de fondos, de conformidad con lo establecido en el párrafo b) del apartado anterior, tendrá el mismo tratamiento que los depósitos a los efectos de la cobertura de los mismos por los fondos de garantía de depósitos de bancos, Cajas de Ahorros y cooperativas de crédito, si el soporte al que se incorporan es nominativo o están ligados a una cuenta representativa de un depósito constituido por su titular".

Hay que partir de la constatación de un hecho: la emisión de dinero electrónico supone la previa captación de fondos del público. Así se declara en el considerando 8 de la Directiva 2000/46: "La recepción de fondos del público a cambio de dinero electrónico, que se plasma en un saldo acreedor con la institución emisora y disponible en una cuenta, constituye la recepción de depósitos o de otros fondos reembolsables a los efectos de la Directiva 2000/12/CE" (97).

Ahora bien, hay una diferencia relevante en comparación con la captación de fondos reembolsables del público como actividad bancaria típica. En este último caso la entidad capta los fondos para aplicarlos por cuenta propia y, por tanto, asumiendo el riesgo de las operaciones. En el caso de emisión de dinero electrónico la entidad no asume riesgo alguno porque tampoco dispone libremente de los fondos sobre los que ha emitido el dinero electrónico. La entidad recibe los fondos y a cambio entrega

---

(94) "El reembolso deberá entenderse siempre hecho al valor nominal" (considerando 10 de la Directiva 2000/46).

(95) Con "ponderación del riesgo de crédito del 0%" [artículo 5.1.a) de la Directiva 2000/46]. El artículo 11.1.c) del RD 322/2008 se refiere a instrumentos de inversión que tengan "ponderación del riesgo de crédito del 20 por ciento" de acuerdo con la sección 1.ª del capítulo III del título I del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

(96) En el considerando 11 de la Directiva 2000/46 se entiende que el régimen general de control y supervisión de las entidades de crédito es más oneroso que el específico de las entidades de dinero electrónico.

(97) La Directiva 2009/110/CE contempla los requisitos de garantía en su artículo 7.

dinero electrónico por el mismo valor nominal. Ese dinero electrónico es inmediatamente disponible. Aunque se instrumente la emisión mediante vinculación a una cuenta representativa, la entidad no debería disponer del saldo de ésta en operaciones por cuenta propia con terceros, ya que en la emisión de dinero electrónico se supone que la disposición de éste por su tenedor se realiza a muy corto plazo. Se puede decir, por tanto, que el saldo de la cuenta vinculada está llamado "a circular" con esa misma rapidez. No son saldos que supongan la captación de fondos públicos para que la entidad disponga de ellos a su conveniencia.

Por eso, esos fondos reembolsables del público no son considerados como tales por la Ley, siempre y cuando, evidentemente, den lugar a la inmediata emisión de dinero electrónico [98]. Pero hay que tener en cuenta que de hecho las entidades pueden disponer de los fondos vinculados. El dinero electrónico representa un crédito contra el emisor —lo que implica un riesgo para el tenedor de dinero electrónico—. Por eso el último párrafo transcrito del apartado tercero del artículo 21 de la Ley 44/2002 dispone que los fondos recibidos para la emisión de dinero electrónico tendrán la consideración de depósitos a efectos de cobertura por los fondos de garantía de depósitos.

En tales casos, cuando el soporte del dinero electrónico es nominativo —tarjeta prepago o monedero electrónico— o está vinculado a una cuenta representativa de un depósito constituido por el titular, parece obvio que éste deba gozar de la cobertura del correspondiente fondo de garantía de inversiones cuando la entidad emisora es un banco, una caja de ahorro o una cooperativa de crédito. Cuando la emisora sea una entidad de dinero electrónico, el artículo 2.2 del Real Decreto 322/2008 especifica que en tales supuestos de nominatividad o vinculación a un depósito, sólo se podrá emitir dinero electrónico si se cuenta con la adhesión a un sistema de garantía de depósitos [99].

---

[98] Siendo inmediata la emisión de dinero electrónico, la operación se asemeja más a una operación de cambio de moneda que a un depósito, que requiere un cierto carácter temporal. Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, de 11 de febrero de 1999, en el Asunto C-366/97.

[99] Los Fondos de Garantía de Depósitos están regulados por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre Fondos de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (BOE núm. 307, de 21 de diciembre), el Real Decreto-Ley 4/1980, de 28 de marzo, sobre Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios (BOE núm. 78, de 31 de marzo), y el Real Decreto-Ley 18/1982, de 24 de septiembre, sobre Fondos de Garantías de Depósitos en Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito (BOE núm. 235, de 1 de octubre; corrección de errores en BOE núm. 239 de 6 de octubre). En dichos Decretos se reconoce la personalidad jurídica de los mencionados fondos de garantía de depósitos. Tras la eclosión de la crisis financiera de 2008, y a fin se insuflar confianza en el sistema financiero, se incrementó la cobertura de los Fondos de Garantía de 20.000 a 100.000 euros, mediante el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores (BOE núm. 246, de 11 de octubre). Vid. Real Decreto 1819/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores (BOE núm. 287, de 28 de noviembre), y Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (Diario Oficial núm. 135, de 31 de mayo).

VII. CONCLUSIÓN

El concepto técnico y funcional de dinero electrónico abarca una amplia gama de instrumentos y medios para la transferencia de fondos y realización de pagos. El legislador comunitario, en la Unión Europea, y el español, en el ordenamiento patrio, incorporando las pautas de aquél, han regulado jurídicamente el llamado dinero electrónico, optando por un concepto más restringido. En consecuencia no todos los instrumentos, que en el comercio electrónico se pueden denominar dinero electrónico, son susceptibles de tal calificación jurídica.

Los intentos doctrinales de identificar este nuevo instrumento con otros preexistentes o con categorías jurídicas de la dogmática tradicional han puesto de manifiesto la dificultad de encontrar un adecuado encuadre. El dinero electrónico, en sus precisos contornos legales, constituye una realidad nueva con perfiles jurídicos propios. Es cierto que comparte perfiles y elementos con otros instrumentos o medios de pago. Pero no se puede subsumir en ninguno de éstos y, por tanto, tampoco se le puede aplicar plenamente el régimen jurídico de alguno de ellos.

Su configuración legal es parca. Su régimen jurídico sustantivo se incluye con trazos mínimos en sede de regulación de las entidades de dinero electrónico y a efectos de la regulación funcional de éstas. No obstante, es suficiente para configurar el dinero electrónico como un instrumento mercantil con identidad y perfiles propios. Se concibe como un medio de pago que replica en el ámbito electrónico el dinero físico. Se inician, así, los pasos hacia la representación del dinero, no sólo mediante papel y metales, sino también en soporte electrónico. Aún el legislador no le ha conferido la naturaleza de moneda de curso legal, pero en el ordenamiento jurídico español, sobre la base del artículo 1170 del Código Civil, se puede concluir que el pago aceptado con dinero electrónico tiene efectos *pro soluto*.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

AREITIO BERTOLÍN, J.: "Mecanismos de pagos a través de móviles", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 33, diciembre 2002, p. 47-68.

ARRANZA, L., y GONZÁLEZ ESPADA, F.J.: "E-Banking. Medios de pago y servicios financieros", en *Internet. Claves legales para la empresa*, Madrid, 2002, p. 691-741.

BARRIUSO RUIZ, C.: *La contratación electrónica*, Madrid, 2006.

BERROCAL LANZAROT, A.I.: "Las entidades de dinero electrónico: su régimen jurídico", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 95, 2008, p. 3-77.

CARRASCOSA LÓPEZ, V.; POZO ARRANZ, M.ª A.; RODRÍGUEZ CASTRO, E.P.: *La contratación informática: El nuevo horizonte contractual. Los contratos electrónicos e informáticos*, 3.ª ed., Granada, 2000.

CRAWFORD, B.: "New Methods of Payment and New Forms of Money", 20 B.F.L.R. 393 (Banking & Finance Law Review, june, 2005).

DÁVILA MURO, J., y LÓPEZ MUÑOZ, J.: "Sistemas electrónicos de micropago", *Revista de la Contratación Electrónica,* núm. 22, diciembre de 2001, p. 3-22.

DÁVILA MURO, J., MORANT RAMÓN, J.L., y SANCHO RODRÍGUEZ, J.: "Dinero digital: pagos sin rastro", *IX Encuentro sobre Informática y Derecho*, Madrid 1995.

DÍAZ MORENO, A.: "Legislación: Entidades de dinero electrónico", *Derecho de los Negocios*, núm. 213, 2008, p. 45-47.

DORAL, A.: *Seguridad en Internet y medios de pago electrónicos*, Madrid, 2002.

ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A.: "El dinero electrónico: construcción del régimen jurídico emisor-portador", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 219-267.

GEVA, B.: "Recent International Developments in the Law of Negotiable Instruments and Payment and Settlement Systems", 42 Tex. Int'l L.J. 685 (Texas International Law Journal, summer 2007).

GOTTFRIED, J.: "The Federal Framework For Internet Gambling", 10 Rich. J.L. & Tech. 26 (Richmond Journal of Law and Technology, spring, 2004).

GÓMEZ CÁCERES, D.; CORBALÁN SÁNCHEZ DE LAS MATAS, L.: *Mercados electrónicos. Nuevos sistemas de pago*, Madrid, 2001.

GUERRA BALIC, J.T.: "La conclusión de contratos por medios informáticos", *Informática y Derecho*, núm. 8, Mérida, 1995, p. 63-131.

KOBAYASHI, I.: "Private Contracting and Business Models of Electronic Commerce", 13 U. Miami Bus. L. Rev. 161 (University of Miami Business Law Review, spring/summer, 2005).

MACINTOSH, K.L.: "The New Money", 14 Berkeley Tech. L.J. 659 (Berkeley Technology Law Journal spring 1999).

MADRID PARRA, A.: "Impulso al empleo de técnicas electrónicas", en *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Navarra, 2003, p. 781-826.

MADRID PARRA, A.: "Seguridad en el comercio electrónico", en *Contratación y comercio electrónico* (dir. F.J. Orduña Moreno), Valencia, 2003, p. 148-154.

MADRID PARRA, A.: "Seguridad, pago y entrega en el comercio electrónico", *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 241, julio-septiembre 2001, p. 1216-1221.

MANN, R.J.: "Making Sense of Payments Policy in the Information Age", 93 Geo. L.J. 633 (Georgetown Law Journal, january, 2005).

MANN, R.J.: "Regulating Internet Payment Intermediaries", 82 Tex. L. Rev. 681 (Texas Law Review, february, 2004).

MARTÍNEZ NADAL, A.: *El dinero electrónico. Aproximación jurídica*, Madrid, 2003.

MARTÍNEZ NADAL, A.: "Medios de pago en el comercio electrónico", *Actualidad Informática Aranzadi*, octubre, 2000, p. 9-10.

MARTÍNEZ GONZÁLEZ, M.: "Mecanismos de seguridad en el pago electrónico", en *Los medios electrónicos de pago. Problemas jurídicos*, Granada, 2007, p. 5-66.

MATEO HERNÁNDEZ, J.L.: *El dinero electrónico en Internet: aspectos técnicos y jurídicos*, Granada, 2005.

MATEU DE ROS, R.: "El consentimiento electrónico en los contratos bancarios", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2000, núm. 79, p. 7-91.

MORENO NAVARRETE, M.A.: *Contratos electrónicos*, Madrid, 1999.

MORENO NAVARRETE, M.A.: *Derecho-e. Derecho del comercio electrónico*, Madrid, 2002.

PASTOR SEMPERE, M.ª del C.: *Dinero electrónico*, Madrid, 2003.

PLAZA PENADÉS, J.: "Contratación electrónica y pago electrónico (en el derecho nacional e internacional)", en *Contratación y comercio electrónico* (dir. F.J. Orduña Moreno), Valencia, 2003.

RIBAGORDA GARNACHO, A.: "Las infraestructuras de clave pública en el comercio electrónico", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 9, octubre 2000, p. 3-30.

RICO CARRILLO, M.: "El pago mediante tarjetas en el comercio electrónico a través de Internet", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 3, marzo 2000, p. 3-44.

RICO CARRILLO, M.: "La regulación de las Entidades de Dinero Electrónico en España", *Derecho y Nuevas Tecnologías*, núm. 5, 2004-2, p. 189-197.

RINCÓN CÁRDENAS, E.: *Manual de derecho de comercio electrónico y de Internet*, Bogotá, 2006.

ROGERS, J.S.: "The New Old Law of Electronic Money", 58 SMU L. Rev. 1253 (Fall 2005 Southern Methodist University).

ROMERO FERNÁNDEZ, J.A.: "El marco comunitario de las entidades de dinero electrónico: perfiles jurídico-privados", *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 17, junio de 2001, p. 29-57.

ROSENBERG, A.S.: "Better than Cash? Global Proliferation of Payment Cards and Consumer Protection Policy", 44 Colum. J. Transnat'l L. 520 (Columbia Journal of Transnational Law 2006), y en 60 Consumer Fin. L.Q. Rep. 426 (Consumer Finance Law Quarterly Report, Fall, 2006).

SEONE BALADO, E.: *La nueva era del comercio: El comercio electrónico. Las TIC al servicio de la gestión empresarial*, Ideas Propias Editorial, Vigo, 2005.

TASK FORCE ON STORED-VALUE CARDS: Report on "A Commercial Lawyer's Take on the Electronic Purse: An Analysis of Commercial Law Issues Associated with Stored-Value Cards and Electronic Money", 52 Bus. Law. 653 (Business Lawyer, february, 1997).

SECRETO PROFESIONAL DEL ABOGADO Y BLANQUEO DE CAPITALES (CUESTIONES A PARTIR DE LA LEY 19/1993)

ÍÑIGO DAMBORENEA AGORRIA

Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid
Abogado de March Gestión de Fondos, S.G.I.I.C., S.A.U. y
de March Gestión de Pensiones, S.G.F.P., S.A.U.

RESUMEN

La Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas para la prevención del blanqueo de capitales considera a los abogados "sujetos obligados" que deberán comunicar al SEPBLAC (Servicio Ejecutivo de Prevención del Blanqueo de Capitales) las circunstancias relativas a una "operación sospechosa" de blanqueo de capitales cuando participen en la concepción y realización de actividades de blanqueo de capitales y cuando asesoren sobre las mismas. El deber de preservar el secreto profesional, recogido en la Constitución, en la Ley Orgánica del Poder Judicial, en la Ley de Enjuiciamiento Criminal y en el Código Penal, parece debilitarse notablemente, toda vez que la función de asesoramiento, una de las modalidades de actuación profesional del abogado, quedaría desnaturalizada, si se observara una interpretación literal de la norma señalada. Eso es lo que este trabajo trata de reflejar.

Palabras clave: *Asesoramiento, secreto profesional, blanqueo de capitales, dispensa, confidente necesario, SEPBLAC.*

ABSTRACT

The "Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas para la prevención del blanqueo de capitales" considers the lawyer to be an "obligated person", in the sense of being compelled to communicate to the "SEPBLAC (Servicio Ejecutivo de Prevención del Blanqueo de Capitales)" all the circumstances about a "suspicious operation" of money laundering, when he participates whether practising or giving legal advice. The obligation to preserve the professional secret, currently established in Spain by the "Constitución", the "Ley Orgánica del Poder Judicial", the "Ley de Enjuiciamiento Criminal" and the "Código Penal", appears to be fairly weakend, because the legal advice, one of the original lawyers functions, would be spoilt by a literal interpretation of the above-mentioned Law. That is what this paper tries to show.

Key words: *Legal advice, professional secret, money laundering, exempt, necessary confidant, SEPBLAC.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. PERFILES NORMATIVOS DEL DEBER DE SECRETO.
III. LÍMITES DEL DEBER DE GUARDAR SECRETO (SUPUESTOS DISPENSADOS).
IV. EL CONFLICTO ENTRE EL DEBER DE INFORMACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE PREVENCIÓN DE BLANQUEO DE CAPITALES Y EL DEBER DE GUARDAR SECRETO.
V. CONCLUSIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

La imponente inflación normativa que invade la actualidad exige a todos los sujetos encargados de garantizar el funcionamiento eficaz del sistema jurídico una ardua tarea hermenéutica para la interpretación de las normas y de las relaciones entre las mismas. Ni siquiera quedan incólumes los códigos deontológicos que regulan el ejercicio mismo de las "profesiones jurídicas". Es el caso de la abogacía. Los profesionales que la ejercen, en cuanto piezas principales del engranaje de la Administración de Justicia, han visto retocadas en el pasado reciente alguna de sus normas deontológicas. Y no por razón de la adopción de nuevos marcos ético-normativos con motivo de la necesaria conciliación con otros con los que se guarda una estrecha relación (en el caso de España, el Código Deontológico de la Abogacía Española, aprobado en el Pleno del Consejo General de la Abogacía Española el 27 de noviembre de 2002, y adaptado al nuevo Estatuto General de la Abogacía Española, aprobado por Real Decreto 658/2001, de 22 de junio, y modificado en el Pleno de 10 de diciembre de 2002/CDAE ha tenido primeramente que asumir el Código Deontológico Europeo, aprobado el 28 de noviembre de 1998 por el llamado "Consejo Consultivo de Abogados Europeos", y, en 2002, ajustarse al Real Decreto 658/2001, de 22 de junio, por el que se aprueba el Estatuto General de la Abogacía Española —EGA—, aprobado por el Real Decreto 658/2001, de 22 de junio). La cuestión radica en lo sustancial de la ética profesional; en la esencia de alguno de los principios fundamentales de la profesión (a saber, la independencia, la dignidad, la integridad, el servicio, la libertad de defensa y el secreto profesional) [(1)], que, pese al arraigo que los ha consolidado en el tiempo, pretenden ser configurados desde otros perfiles con la promulgación de nuevas normas.

El principio del secreto profesional, en concreto, es en la actualidad el más afectado: por un lado, ha sufrido diversas modificaciones consistentes en meras redefinicio-

(1) *Vid.* el Preámbulo del CDAE.

nes formales (ajustadas a las actuales orientaciones o tendencias de la sociedad de información); y, por otro lado, y lo que resulta aún más relevante, en modificaciones que, en aras de la persecución de una serie de delitos, aspiran a flexibilizar su rigor. Esto último, en España, puede advertirse con la promulgación de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas para la prevención del blanqueo de capitales, reformada por la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales (que transpone la II Directiva sobre blanqueo de capitales —Directiva 2001/97/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de diciembre de 2001, por la que se modifica la Directiva 91/308/CEE del Consejo relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales—) [(2)].

En efecto, el artículo 2.2 de la normativa española citada [y en su misma línea, el artículo 2.1, letra ñ), del proyecto de Ley de prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, de diciembre de 2009] incluye a los abogados entre los sujetos que, participando en "la concepción, realización o asesoramiento" de determinados actos, quedan sometidos a las prescripciones impuestas con motivo de la prevención del blanqueo de capitales [(3)]. Se les obliga, expresamente, conforme al artículo 3.4, a colaborar con el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (en adelante SEPBLAC), al que deberán facilitar

---

(2) Las dificultades que tras el Protocolo Bancario de Basilea y las actuaciones del Grupo de Acción Financiera (GAFI) encuentran los paraísos fiscales (y sus bancos) para la operativa con valores, dinero e instrumentos financieros de diverso tipo, tradicionalmente lugares de recepción de los capitales de los blanqueadores, han llevado a estos últimos a buscar nuevas vías más "seguras" y "opacas" para sus pretensiones delictivas. Los diversos operadores jurídicos, sobre todo los abogados y notarios, se han convertido, algunas veces sin saberlo ni pretenderlo, en creadores de estructuras de blanqueo, permitiendo así que los blanqueadores, beneficiándose del secreto profesional que se impone a aquéllos respecto de sus clientes, accedan a los circuitos financieros legales sin tener que pasar por los controles de identificación que las entidades de créditos habrían de instrumentar para la realización de operaciones de sumas ingentes de capitales; *vid.* ÁLVAREZ-SALA, "El blanqueo de capitales y las profesiones jurídicas", en *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Luis Díez-Picazo*, tomo IV, Madrid, 2003, p. 5810 (también en "El blanqueo de capitales y las profesiones jurídicas", en *Ensayos de Actualidad. REVISTA PÚBLICA,* pp. 5 y 6 —posteriormente citado como *Ensayos...*—).

La III Directiva sobre blanqueo de capitales, la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005 (modificada por las Directivas 2007/64/CE, de 3 de noviembre de 2007 y 2008/20/CE, de 11 de marzo de 2008), que todavía no ha llegado a transponerse en España (pese a haber vencido el plazo, conforme al artículo 45, el día 15 de diciembre de 2007), establece un riguroso deber de identificación que obliga al abogado a levantar el "velo de la personalidad jurídica" y llegar a la determinación precisa de las personas físicas responsables últimas de la operación sospechosa (*vid.*, a este respecto, los Considerandos 9, 10 y 15 en relación con los Considerandos 19 y 20).

(3) Dice la norma que los abogados quedan obligados cuando:

"1.º Participen en la concepción, realización o asesoramiento de transacciones por cuenta de clientes relativas a la compraventa de bienes inmuebles o entidades comerciales; la gestión de fondos, valores u otros activos; la apertura o gestión de cuentas bancarias, cuentas de ahorros o cuentas de valores; la organización de las aportaciones necesarias para la creación, el funcionamiento o la gestión de empresas o la creación, el funcionamiento o la gestión de fiducias (trust), sociedades o estructuras análogas, o

2.º Actúen en nombre y por cuenta de clientes, en cualquier transacción financiera o inmobiliaria".

los datos relativos a las operaciones respecto de las que sospechen, por la presencia de algún indicio, la existencia de una actividad relacionada con el blanqueo (como también lo prevé el artículo 18.1 del proyecto de Ley de prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo). Frente a esta regla general, se señala a continuación una excepción que se extiende a la información que los abogados reciban de sus clientes en el marco de la determinación de su posición jurídica, del asesoramiento para evitar un pleito en su contra y de la defensa que asume en uno ya iniciado (con un redactado similar se publica el artículo 22 del proyecto de Ley de prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo). El artículo 3.4 antes citado finaliza recogiendo la regla general de la inviolabilidad del secreto profesional (4).

Ciertamente, el acervo normativo español que aloja al secreto profesional como uno de los principios fundamentales del ejercicio de la Abogacía es muy amplio. Está recogido no ya sólo en el EGA (5) y en el CDAE (6), sino que directamente viene a

---

(4) Textualmente, el precepto citado señala lo siguiente:

"Colaborar con el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (en adelante, el Servicio Ejecutivo), y a tal fin:

a) Comunicarle, por iniciativa propia, cualquier hecho u operación respecto al que exista indicio o certeza de que está relacionado con el blanqueo de capitales procedentes de las actividades señaladas en el artículo 1. La comunicación la realizará, en principio, la persona o personas que los sujetos obligados hubieran designado de conformidad con los procedimientos a que se refiere el apartado 7 de este mismo artículo. Será dicha persona o personas las que comparecerán en toda clase de procedimientos administrativos o judiciales en relación con datos recogidos en la comunicación o cualquier otra información complementaria que pueda referirse a aquélla.

Reglamentariamente se determinarán aquellos supuestos o transacciones específicas que deban ser objeto de comunicación al Servicio Ejecutivo en todo caso.

También se comunicarán las operaciones que muestren una falta de correspondencia ostensible con la naturaleza, volumen de actividad o antecedentes operativos de los clientes, siempre que en el examen especial previsto en el apartado 2 no se aprecie justificación económica, profesional o de negocio para la realización de las operaciones, en relación con las actividades señaladas en el artículo 1 de esta Ley.

b) Facilitar la información que el Servicio Ejecutivo requiera en el ejercicio de sus competencias.

No estarán sujetos a las obligaciones establecidas en este apartado 4 los auditores, contables externos, asesores fiscales, notarios, abogados y procuradores con respecto a la información que reciban de uno de sus clientes u obtengan sobre él al determinar la posición jurídica a favor de su cliente, o desempeñar su misión de defender o representar a dicho cliente en procedimientos administrativos o judiciales o en relación con ellos, incluido el asesoramiento sobre la incoación o la forma de evitar un proceso, independientemente de si han recibido u obtenido dicha información antes, durante o después de tales procedimientos".

(5) En el artículo 32.1 del EGA se indica que "De conformidad con lo establecido por el artículo 437.2 de la Ley Orgánica del Poder Judicial, los abogados deberán guardar secreto de todos los hechos o noticias que conozcan por razón de cualquiera de las modalidades de su actuación profesional, no pudiendo ser obligados a declarar sobre los mismos, y en el artículo 42.1 se indica que "Son obligaciones del abogado para con la parte por él defendida, además de las que se deriven de sus relaciones contractuales, el cumplimiento de la misión de defensa que le sea encomendada con el máximo celo y diligencia y guardando el secreto profesional" [*vid.* (también el artículo 21, que prohíbe a los abogados compartir) locales o servicios con profesionales incompatibles siempre que ello afectare a la salvaguarda del secreto profesional, y el artículo 25.2.a), que considera contraria a las normas deontológicas la publicidad que resulte de divulgar hechos y datos amparados por el secreto profesional].

imponerse y tutelarse en el artículo 542.3 de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial (LOPJ), que extiende el secreto de los abogados a todas las noticias que conozcan en cualquiera de las modalidades de su actuación profesional (7); en el artículo 199.2 de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (en adelante CP), que castiga su quebrantamiento con pena de prisión, de multa y de inhabilitación profesional (8), y en el artículo 416.2 del Real Decreto de 14 de septiembre de 1882, aprobatorio de la Ley de Enjuiciamiento Criminal (en adelante LECr), en el que el deber de guardar secreto se deduce de la dispensa reconocida al abogado

(6) El desarrollo concreto del deber de secreto en el CDAE se prevé en el artículo 5, que reza del siguiente modo:

"1. La confianza y confidencialidad en las relaciones ente cliente y abogado, ínsita en el derecho de aquél a su intimidad y a no declarar en su contra, así como en derechos fundamentales de terceros, impone al abogado el deber y le confiere el derecho de guardar secreto respecto de todos los hechos o noticias que conozca por razón de cualquiera de las modalidades de su actuación profesional, sin que pueda ser obligado a declarar sobre los mismos como reconoce el artículo 437.2 de la vigente Ley Orgánica del Poder Judicial.

2. El deber y el derecho al secreto profesional del abogado comprende las confidencias y propuestas del cliente, las del adversario, las de los compañeros y todos los hechos y documentos de que haya tenido noticia o haya recibido por razón de cualquiera de las modalidades de su actuación profesional.

3. El abogado no podrá aportar a los tribunales, ni facilitarle a su cliente las cartas, comunicaciones o notas que reciba del abogado de la otra parte, salvo expresa autorización del mismo.

4. Las conversaciones mantenidas con los clientes, los contrarios o sus abogados, de presencia o por cualquier medio telefónico o telemático, no podrán ser grabadas sin previa advertencia y conformidad de todos los intervinientes y en todo caso quedarán amparadas por el secreto profesional.

5. En caso de ejercicio de la abogacía en forma colectiva, el deber de secreto se extenderá frente a los demás componentes del colectivo.

6. En todo caso, el abogado deberá hacer respetar el secreto profesional a su personal y a cualquier otra persona que colabore con él en su actividad profesional.

7. Estos deberes de secreto profesional permanecen incluso después de haber cesado en la prestación de los servicios al cliente, sin que estén limitados en el tiempo.

8. El secreto profesional es un derecho y un deber primordial de la Abogacía. En los casos excepcionales de suma gravedad en los que la obligada preservación del secreto profesional pudiera causar perjuicios irreparables o flagrantes injusticias, el Decano del Colegio aconsejará al Abogado con la finalidad exclusiva de orientar y, si fiera posible, determinar medios o procedimientos alternativos de solución del problema planteado ponderando los bienes jurídicos en conflicto. Ello no afecta a la libertad del cliente, no sujeto al secreto profesional, pero cuyo consentimiento por sí solo no excusa al Abogado de la preservación del mismo".

Vid., por lo demás, los artículos 7.2.a), 12.12, 13.3, 13.5 y 13.6 del CDAE.

(7) El tenor literal de este artículo es el siguiente: "Los abogados deberán guardar secreto de todos los hechos o noticias de que conozcan por razón de cualquiera de las modalidades de su actuación profesional, no pudiendo ser obligados a declarar sobre los mismos".

(8) Esta norma indica que: "El profesional que, con incumplimiento de su obligación de sigilo o reserva, divulgue los secretos de otra persona, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años, multa de doce a veinticuatro meses e inhabilitación especial para dicha profesión por tiempo de dos a seis años".

respecto de los hechos que el cliente le confíe en razón de su condición de defensor (9). La protección penal del secreto engarza, precisamente, con los artículos 18.1 y 24 de la Constitución Española de 27 de diciembre de 1978 (en adelante CE): el primero referido a la intimidad personal y, el segundo, al derecho a la defensa, en cuyo apartado segundo (sobre la tutela judicial efectiva) se menciona el secreto profesional, aunque sin aludir abiertamente al de los abogados (10).

Resulta, por lo expuesto, necesario discernir qué alcance ha pretendido el legislador atribuir al deber de colaboración del abogado con el SEPBLAC y, en conexión con ello, cuál ha sido la configuración del secreto profesional en el marco de la prevención del blanqueo (si es el caso). Una discrepancia de normas, entre las que tutelan el secreto en términos absolutos y las que lo limitan de alguna manera, acarrearía una palmaria inseguridad en el desempeño de la profesión, algo que podría conllevar efectos muy perniciosos y de difícil compensación para el cliente, ya que el vigor de sus derechos fundamentales podría venir a diluirse.

II. PERFILES NORMATIVOS DEL DEBER DE SECRETO

En todas las democracias modernas, el secreto profesional constituye uno de los grandes principios que gobiernan el sistema deontológico de la abogacía (11). Bien es cierto, no obstante, que en los países anglosajones el principio se debilita, es más lábil, puesto que ha llegado a "intervenirse" firmemente para la consecución de unos fines de prevención en materia de terrorismo, narcotráfico y blanqueo de

---

(9) Además de la dispensa *ratione familiae*, la norma la extiende al "Abogado del procesado respecto a los hechos que éste le hubiese confiado en su calidad de defensor". Como bien argumenta CÓRDOBA, en "Abogacía, secreto profesional y blanqueo de capitales", *Cuadernos de crítica jurídica*, núm. 1-2006, Madrid, 2006, p. 28, el hecho de que la norma sólo aluda al abogado defensor y al procesado se debe a que se encuentra sistemáticamente prevista en el marco de la regulación del sumario ordinario, pero el alcance del deber de secreto se ha de equiparar al expresamente recogido por el artículo 542.3 de la LOPJ.

(10) El artículo 24.2 de la CE señala, en su parte final, que "La ley regulará los casos en que, por razón de parentesco o de secreto profesional, no se estará obligado a declarar sobre hechos presuntamente delictivos". Sobre el origen de este precepto, *vid.* MICHAVILA, "El derecho al secreto profesional y el artículo 24 de la Constitución: una visión unitaria de la institución", *Estudio sobre la Constitución Española. Homenaje al Profesor Eduardo García de Enterría*, tomo II, Madrid, 1991, pp. 1424 y 125.

(11) Una teoría del secreto, apuntando la noción, el origen, el fundamento las diversas clases, puede consultarse en RIGO, *El secreto profesional de abogados y procuradores en España,* Barcelona, 1988, pp. 19 a 49 y 71 a 91; para una síntesis, *vid.* REBOLLO, *La Revelación de Secretos e Informaciones por Funcionarios Públicos*, Barcelona, 1996, pp. 135 a 141, y GÓMEZ SEGADE, *El secreto industrial (know-how). Concepto y protección*, Madrid, 1974, pp. 41 a 46.

capitales (12). Ello se debe a que la relación entre el abogado y el cliente se conceptúa como una relación contractual privada (una relación de mandato o *agency*), sometida en todo caso a las normas de orden público, en razón de las cuales puede dispensarse sin dificultades del secreto profesional (13). En el Derecho europeo continental, por su parte, el secreto profesional tiene una significación más rigurosa. Previsto en las normas fundamentales del Estado, adquiere, en relación con el referido a los abogados, rango de principio rector de las leyes que regulan los procesos judiciales, viniendo a tutelarse por las correspondientes normas de orden penal (14).

En España, concretamente, dice el Preámbulo del CDAE que el abogado se convierte en custodio de la intimidad personal de su cliente. La infracción del deber de secreto, además de las eventuales consecuencias disciplinarias a las que alude el artículo 80.1 del EGA, acarrea dos tipos de responsabilidades: la civil, en virtud del artículo 7.4 de la Ley Orgánica 1/1982, de la protección civil del derecho al honor, a la intimidad personal y familia y a la propia imagen, que considera como intromisión ilegítima en el ámbito protegido por la norma "la revelación de datos privados de una persona o familia conocidos a través de la actividad profesional", y la penal, como se recoge en el artículo 199.2 del vigente CP, donde se tipifica el delito de divulgación del secreto profesional, castigando la conducta dolosa con una pena de prisión de uno a cuatro años, multa de doce a veinticuatro meses e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión por tiempo de dos a seis años. Se excluye, así, la incriminación por comisión imprudente, al no preverse expresamente en la norma (15).

El CP no hace sino sancionar un deber de secreto configurado en la LOPJ de forma concluyente. En virtud de ésta, todo aquello que, en razón del ejercicio de su profesión, el cliente revele al abogado y todo aquello que, por el desempeño de su

---

(12) En los Estados Unidos, la *Patriot Act* (de 2001) excluye la confidencialidad entre los detenidos por terrorismo y sus abogados, y la *Oaxley-Sarbanes Act* (de 2002) obliga a los abogados a denunciar cualquier infracción de la normativa en materia de valores. En las británicas *Anti-terrorist, Crime and Security Act* y *Money Laundering Regulation* (ambas de 2001) se imponen a los abogados deberes de denuncia, que la *Proceeds of Crime Act* (de 2002) extiende virtualmente a todo tipo de delitos. Y en la canadiense *The proceeds of Crime-Money Laundering-Act* (de 2000) se obliga a los abogados a denunciar cualquier sospecha o indicio de blanqueo; todo ello en ÁLVAREZ-SALA, *cit*., p. 5817 (*Ensayos*..., *cit*., pp. 12 y 13).

(13) Sobre la naturaleza del secreto en la práctica jurídica anglosajona, *vid.* ÁLVAREZ-SALA, *cit*., p. 5817 (*Ensayos*..., *cit*., p. 12).

(14) Véanse, al respecto, el artículo 226.13 del CP francés, el artículo 622 del italiano, el parágrafo 203 del alemán o el artículo 195 del portugués. Salvo en Alemania, donde se sigue un sistema cerrado de profesiones obligadas a guardar secreto, el resto de normas penales recoge una relación abierta de cláusulas generales, sin una determinación previa de los concretos profesionales a los que obliga; sobre una reflexión de las ventajas e inconvenientes de uno u otro sistema, *vid.* JORGE BARREIRO, "La protección del secreto profesional en el Código Penal español de 1995", *Estudios jurídicos en homenajes al Profesor Luis Díez-Picazo*, tomo IV, Madrid, 2003, pp. 6703 y 6704.

(15) Recuérdese que, según el artículo 12 del CP, sólo se castigan las acciones u omisiones imprudentes "cuando expresamente lo disponga la Ley", algo que no ocurre con el delito de revelación de secretos. Advirtiendo sobre ello, *vid.* JORGE BARREIRO, *cit*., p. 6698.

trabajo, llegue a su conocimiento en relación con el asunto encomendado, debe tener carácter confidencial y, por consiguiente, no deberá divulgarlo a terceros. Y es que enlazando el artículo 542.3 de la LOPJ, el artículo 32.1 del EGA y el artículo 5 del CDAE, lo que se protege es el secreto de "todos los hechos y noticias que el abogado conozca por razón de cualquiera de las modalidades de su actuación profesional". De ello se infiere, primeramente, que siendo las modalidades de actuación profesional, conforme al artículo 542.1 de la LOPJ, la dirección y defensa en toda clase de procesos y la provisión de asesoramiento y consejo jurídico (16), quedan amparados por el secreto los hechos y noticias que el abogado conozca mediante las actividades profesionales señaladas, y, en segundo lugar, que los hechos y noticias objeto del secreto tienen un alcance señaladamente extenso.

La duda que, por ello, se suscita en este punto, radica en la posible interpretación de lo que el legislador comprende por "todos los hechos y noticias de que conozcan" los abogados. Por el carácter categórico de los términos empleados (y en observación del primero de los criterios de interpretación normativa del artículo 3.1 del Código Civil —en adelante CC—), no puede descartarse una interpretación literal de la norma (17). De hecho, viene esto a reforzarse con el redactado del artículo 5.2 del CDAE, que, tras detallar algunos de los supuestos que quedarían tutelados por el secreto, repite lo dicho en el apartado anterior aludiendo a "todos los hechos y noticias conocidas por razón de cualquiera de las modalidades de su actuación profesional". Luego, la normativa no efectúa ninguna especificación ulterior, de manera que tampoco, en principio, debería hacerla nadie. La consecuencia inmediata de esta interpretación es que todo lo que el abogado revelare carecería de valor probatorio, ya que, en aplicación del artículo 11 de LOPJ, se habría vulnerado el derecho fundamental a la libre defensa mediante el quebrantamiento de la buena fe y lealtad procesales (18).

Es cierto, con todo, que tal extensión del secreto podría no responder a la voluntad del legislador, ya que quedarían amparados bajo el mismo hechos y noticias cuya fuente de conocimiento quizá no fuera lo suficientemente válida en el marco del sistema normativo de responsabilidad vigente (19). Resultaría, por ello, preciso proceder a una reducción teleológica del contenido; reducción que podría consistir en traer a

---

(16) Este artículo dice así: "Corresponde en exclusiva la denominación y función de abogado al licenciado en Derecho que ejerza profesionalmente la dirección y defensa de las partes en toda clase de procesos, o el asesoramiento y consejo jurídico".

(17) Es la opción de COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *Blanqueo de capitales. Abogados, procuradores y notarios, inversores, bancarios y empresarios (Repercusión en las leyes españolas de las nuevas directivas de la Comunidad Europea)*, Madrid, 2005, p. 57.

(18) Este precepto dice así: "En todo tipo de procedimiento se respetarán las reglas de la buena fe. No surtirán efecto las pruebas obtenidas, directa o indirectamente, violentando los derechos o libertades fundamentales". Esgrimiendo la norma citada en el marco de una interpretación literal del artículo 542.3 de la LOPJ, *vid.* COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *cit*., p. 61.

(19) Sólo por esta razón podría admitirse que la noción de "secreto profesional" es algo imprecisa, aunque no "bastante", como sostiene ÁLVAREZ-SALA, *cit*., p. 5816 (*Ensayos...*, *cit*., p. 11).

colación la doctrina de la imputación objetiva a fin de valorar la adecuación del nexo causal. En este sentido, se ha llegado a sostener que el nexo de imputación objetiva lo ofrecen tanto aquellos hechos y noticias que tengan su origen en una comunicación por parte del cliente como los que el abogado conozca por otros medios con motivo de su actuación profesional y estén dirigidos a ampliar la información de la que ya disponía sobre el cliente. Así, no habría imputación objetiva, se dice, cuando el abogado reconoce la intimidación que se ha ejercido sobre un testigo para que declare en un determinado sentido o cuando se conozcan en juicio oral (20).

Pues bien, aunque parezca que las noticias que trasciendan durante la celebración de un proceso judicial público (en vista oral) podrían no venir incluidas bajo el deber de secreto, porque, en puridad, la publicidad del juicio eliminaría su carácter confidencial o secreto, la Sala Tercera del Tribunal Supremo considera, en su sentencia de 16 de diciembre de 2003 (Fundamento de Derecho 6.º), que hasta los hechos notorios o públicos deben quedar amparados por el deber de guardar secreto (21). Esto en absoluto constituye una reflexión desacertada, en la medida en que lo que el legislador pretende con la tutela del secreto es moldear la fidelidad del abogado hasta sus últimas consecuencias. Porque, en efecto, no caben titubeos en defender que el abogado no debe convertirse en un factor adicional de publicidad; ésta tiene una trascendencia determinada cuya magnitud el abogado no está en disposición de alcanzar. El máximo respeto por la norma, ya sea ante una voluntad vacilante propia, ya ante cualquier intento de intromisión externa, pasa por cumplirla en sus términos literales, de tal suerte que el abogado no corra el peligro de tornarse en una fuente de revelación ilimitada de secretos, aun cuando fueran (algo o bastante) notorios (22). Salvo determinados supuestos de dispensa que se explican más adelante, las graves consecuencias que pudieran derivarse tanto para el abogado como para el cliente deben conducir a una actuación prudente que se concreta en aferrarse a una interpretación estricta del texto (descubriéndose con ello una prestación de servicios en el mejor interés del cliente). Un comportamiento indiscreto conllevaría un riesgo jurídicamente desaprobado, y no es raro que con ello se provocara un efecto perjudicial para el cliente, por lo que el criterio de la imputación objetiva como criterio delimitador es, cuando menos, arriesgado.

El deber de sigilo o reserva rige, por lo demás, tanto cuando la abogacía se ejerza de forma individual como cuando se haga de forma colectiva (o hasta cuando se precise de colaboradores o auxiliares, quienes por ello deberán ser conminados a respetarlo). La extensión temporal del deber es, asimismo, verdaderamente relevante: el secreto se ha de prolongar incluso una vez cesada la relación profesional con el

---

(20) *Vid.* CÓRDOBA, *cit*., p. 30.

(21) Aunque anterior a la sentencia citada, véase una reflexión doctrinal sobre este tema en REBOLLO, *cit*., pp. 142 y 143.

(22) La referida sentencia del Supremo dice, en esta línea, que al hacer pública su intervención y reafirmar el contenido de previas declaraciones y confidencias reveladas en medios de comunicación "el abogado añade un plus de posible gravedad y de certeza al contenido de esas revelaciones que entiende la Sala está obligada mantener en secreto (...)".

cliente; no tiene limitación o plazo de caducidad [23]. Además, hay que subrayarlo, el artículo 542.3 de la LOPJ prohíbe que se obligue al abogado a declarar sobre hechos que conozca al amparo del secreto profesional. Por consiguiente, existe una doble protección del secreto profesional, aquella que se dirige a la responsabilidad inmediata del abogado (la prohibición de revelarlo) y la referida a la responsabilidad mediata (la prohibición de que un tercero conmine al abogado a revelarlo), con el fin de proporcionar a la persona del cliente una prestación de servicios garante con sus derechos.

Con lo expuesto, se colige que el delito de revelación del secreto profesional constituye un delito cuyo sujeto activo debe ostentar una condición cualificada, la de profesional, y que, por tanto, carece de paralelo entre los delitos comunes [24]. El bien jurídico protegido es la intimidad personal, cuya especial protección reside, justamente, en tratarse de un derecho fundamental amparado por el artículo 18.1 de la CE (y proclamado ya desde el artículo 12 de la Declaración Universal de Derechos Humanos en la Asamblea celebrada el 10 de diciembre de 1948, y desde el artículo 8 del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y Libertades Fundamentales, firmado en Roma el 4 de noviembre de 1950). El CP protege un bien jurídico que está relacionado con la dignidad de la persona y el libre desarrollo de su personalidad [25]; un bien jurídico de la esfera privada de la persona, aun cuando, de forma indirecta, subyazca también un interés por tutelar el orden institucional que supone la confianza en el comportamiento discreto de quienes ejercen ciertas profesiones (como se infiere del artículo 24 de la CE) [26]. La especial importancia del bien jurídico preser-

---

[23] Sobre el alcance material del deber de secreto, *vid.* el ya citado artículo 5 del CDAE. Como dice RIGO, en *El secreto profesional de abogados y procuradores en España,* Barcelona, 1988, pp. 136 y 137, el abogado debe guardar el secreto con más fidelidad que un depositario de un bien material, ya que la obligación de éste finaliza con la devolución de la cosa, mientras que en el caso del confidente no hay restitución posible y la obligación que se contrae resulta incancelable (incluso después de la muerte del cliente, cuando no haya previo consentimiento en contra).

[24] A quienes no ostenten el carácter profesional, es decir, a los meros auxiliares del abogado, no cabrá, pues, atribuirles la autoría del delito del artículo 199.2 del CP, ya que, tratándose de un "delito especial propio", el carácter profesional del sujeto activo, como profesional sometido a una reglamentación jurídica en el ejercicio de su profesión, resulta determinante. Por ello, solamente podrá imputárseles la participación en la conducta delictiva del profesional; *vid.* RIGO, *cit*., pp. 118 y 123 a 138; JORGE BARREIRO, *cit.*, pp. 6713; COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *cit*., pp. 60 y 61.

[25] Sin excepción, todos los CP españoles (desde el promulgado en 1822 hasta el actualmente vigente) han amparado el secreto, aun cuando el secreto profesional sólo se haya visto expresamente recogido en los Códigos de 1822, 1848 y 1850; véase una referencia sobre la historia de la protección penal del secreto en COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *cit*., pp. 61 a 63; por lo que respecta a nuestro Derecho antiguo (Fuero Real, Partidas y Novísima Recopilación), *vid.* RIGO, *cit*., pp. 86 a 90.

[26] Sobre ello, *vid.* JORGE BARREIRO, *cit.*, pp. 6704 a 6706, MICHAVILA, *cit*., pp. 1426 a 1428, y CÓRDOBA, *cit*., p. 31. No puede compartirse, por tanto, la tesis de ÁLVAREZ-SALA, *cit*., pp. 5818 y 5819 (*Ensayos*..., *cit*., pp. 13 y 14), para quien el secreto profesional es un concepto instrumental dirigido a tutelar bienes jurídicos de distinto rango, tanto privados como públicos (esto es lo que también da a entender RIGO, *cit*., a lo largo de todo su trabajo, sobre todo, en las pp. 99 a 112). En nuestra opinión, sin perjuicio de que puedan existir ciertos tintes de orden o interés público, entendemos que la piedra sobre la que se construye el secreto es la intimidad como derecho personalísimo, y ése constituye el bien jurídico protegido.

vado hace que la revelación del secreto profesional sea castigada de forma más grave que la revelación del secreto procesal, establecida en el artículo 466 del CP, en el que el bien jurídico protegido es la Administración de Justicia (27).

III. LÍMITES DEL DEBER DE GUARDAR SECRETO (SUPUESTOS DISPENSADOS)

En España nadie discute que los abogados están eximidos de denunciar delitos de los que tuvieren conocimiento en el marco del desempeño de su actividad profesional (artículo 263 de la LECr), o del deber de testimoniar respecto de los hechos que sus clientes les hubieren confiado para su defensa (artículo 416.2 de la LECr en relación con el artículo 542 de la LOPJ) o, incluso, de prestar informe pericial acerca del delito (artículo 464 de la LECr). Constituye todo ello el testimonio inequívoco de la magnitud del derecho de defensa reconocido a la persona; la expresión de un derecho de defensa configurado con los contornos propios de las garantías jurídicas que deben ofrecerse en los Estados democráticos y de derecho actuales. Las exenciones señaladas no han de considerarse, por ello, privilegios de los abogados con los que poder eludir sus responsabilidades ante la Justicia (28). La consecuencia inmediata de la infracción de los preceptos anteriores, en cuanto que representaría un quebrantamiento de la buena fe y lealtad procesales y una negación del derecho a la libre defensa por quien, por la parte que le toca, debe garantizársela al cliente, no puede ser otra que la contemplada en el artículo 11.1 de la LOPJ, que deja sin efecto las pruebas obtenidas directa o indirectamente vulnerando derechos y libertades fundamentales (29).

Mayores problemas podrían desatar los conflictos que se originan en los siguientes supuestos: cuando el abogado deviene conocedor de voluntades o intenciones delictivas futuras, y cuando se dé una situación de estado de necesidad. Pues bien, sin perjuicio de la posibilidad de acudir en todo momento al Decano del Colegio correspondiente para recibir de éste la orientación necesaria y, en su caso, para la determinación de los medios o procedimientos alternativos de solución del conflicto planteado (30), el abogado se vería obligado a efectuar un juicio valorativo sobre la preeminencia de unos bienes jurídicos respecto de otros. Interesa, por ello, establecer unas pautas que puedan servir para disipar las complicaciones que puedan aflorar.

---

(27) Subrayando esta diferencia, *vid.* CÓRDOBA, *cit*., pp. 31 y 32.

Por lo que respecta al texto del art. 466, dice, textualmente, que *"El abogado o procurador que revelare actuaciones procesales declaradas secretas por la autoridad judicial será castigado con las penas de multa de doce a veinticuatro meses e inhabilitación especial para empleo, cargo público, profesión u oficio de uno a cuatro años"*.

(28) De forma similar, COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *cit*., p. 64.

(29) En esta línea, COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *cit*., p. 61; MICHAVILA, *cit*., pp. 1432 y 1433; ZURITA, "El secreto profesional: razón y límites", en VV.AA., *Deontología y práctica de la Abogacía del siglo XXI*, MENÉNDEZ, y TORRES-FERNÁNDEZ, Cizur Menor, 2008, p. 80.

(30) Así lo dispone el artículo 5.8 del CDAE, ya citado en este trabajo.

En el primero de los casos señalados, a saber, el de la toma de conocimiento de propósitos delictivos futuros, el interés público ha de prevalecer, por regla general, sobre una información que se revela en un estadio previo a la comisión del delito. El bien jurídico que prima sería de carácter social, por cuanto la obligación moral del abogado se equipararía a la obligación moral y jurídica de todo ciudadano, que consistiría en impedir, en la medida de lo posible, toda conducta delictiva, máxime cuando ésta pudiera afectar a la vida, integridad o salud, libertad o libertad sexual de las personas, tal y como se infiere del artículo 450 del CP (31). Así, fuera del supuesto en el cual el abogado, por razón de su cualificación, pueda y llegue a prestar un asesoramiento que disuada al potencial delincuente de sus firmes propósitos (con lo que no habría de denunciar ni revelar nada a nadie), en las situaciones de peligro inminente que no pueda reconducir de la manera señalada el abogado no se encuentra en el marco de un deber de lealtad profesional, un deber que le correspondería como "confidente necesario" para el ejercicio de su actividad de defensa. Más bien al contrario: toda actuación pasiva u omisión sería jurídica y éticamente reprobable. La dispensa respecto de la obligación de denuncia sólo se reconocerá, pues, si el abogado ha conseguido mediante su labor difuminar el amenazante peligro de delito y, por otra parte, si toma conocimiento de un delito ya acaecido como consecuencia del cual el cliente se encuentra en el estado necesario de recibir asesoramiento y defensa (32). Fuera de esos supuestos, conforme al artículo 262 de la LECr, deberá intentar impedir la comisión del delito y, eventualmente, denunciarlo de forma inmediata. Lo contrario se traduciría en una injusticia para la sociedad, lo que comportaría desvirtuar la función social de la abogacía (33). Y es que el abogado se debe al cliente, mas con las fronteras que le marca el Derecho Penal (34); fronteras que, en el caso mencionado, son las que determinan los artículos 451 a 454 del CP sobre la responsabilidad penal a título de encubridor (35).

El segundo de los conflictos señalados se produciría en "situaciones de estado de necesidad", y bajo ellas cabría incluir tres supuestos: cuando la salvaguarda del secreto pudiera conducir a la condena de un inocente, cuando el abogado se encontrase con la

---

(31) Bajo el texto del artículo 450 del CP encaja perfectamente la figura del abogado ("El que, pudiendo hacerlo con su intervención inmediata y sin riesgo propio o ajeno, no impidiere la comisión de un delito que afecte a las personas en su vida, integridad o salud, libertad o libertad sexual, será castigado con la pena de prisión de seis meses a dos años si el delito fuera contra la vida, y la multa de seis a veinticuatro meses en los demás casos, salvo que al delito no impedido le correspondiera igual o menor pena, en cuyo caso se impondrá la pena inferior en grado a la de aquél"); aludiendo también a este precepto, *vid.* ZURITA, *cit*., p. 76, y CUENCA, *La Función de los Abogados y Procuradores y los Intereses de los Clientes*, Cizur Menor, 2007, p. 224.

(32) *Vid.* también, ZURITA, *cit*., pp. 75 y 76, aunque no alude a la primera de las situaciones aludidas en el texto.

(33) Un acertado apunte sobre la función social de la abogacía puede verse en HERNÁNDEZ-GIL, "La función social del abogado y de la abogacía", en *Abogados. Revista del Consejo General de la Abogacía Española*, núm. 48, febrero 2008, pp. 34 a 36.

(34) Manifestando la imposibilidad de actuar *extra legem*, vid. GÓMEZ PÉREZ, *Deontología jurídica*, Pamplona, 1982, p. 161.

(35) Vid. CUENCA, *cit*., p. 224.

inevitable necesidad de defenderse de acusaciones de su cliente y, en tercer lugar, cuando la revelación del secreto redundase en beneficio del cliente. En las tres circunstancias trata de evitarse un mal (en la primera y en la tercera, de carácter ajeno, y en la segunda, propio), lesionando necesariamente un bien jurídico de otra persona mediante la infracción de un deber: el de secreto. La dispensa parece estar plenamente justificada cuando concurran los elementos de la exención que recoge el artículo 20.5 del CP. La infracción del deber de secreto conlleva sanción penal, salvo que dicha revelación obedezca a la necesidad inevitable y forzosa de evitar un mal a un tercero (cliente o inocente) o de defenderse, en el supuesto del abogado, y a la inexistencia de otra medida alternativa para ello, en cuyo caso tendría que ser aceptada, siempre que el mal ocasionado no fuera mayor que el que se intentase evitar y que la situación de necesidad no hubiera sido provocada directamente por el abogado (36). Claro está, la línea divisoria que marca las "situaciones de estado de necesidad" de las que no lo son descansaría, muchas veces, en el puro subjetivismo, por lo que resultaría apriorísticamente indeterminable. Lo que parece evidente es que el abogado, en razón de su condición, no tiene una obligación inexcusable de sacrificarse con respecto al cliente, lo que no significa forzosamente que no deba guardar secreto (37).

Así, y por lo que respecta al supuesto en el que la salvaguarda del secreto pudiera acarrear la condena de un inocente, la evitación de un mal mayor habría de trazarse con lo determinado en el artículo 24 de la CE. Con la intención de que no se condene a un inocente, el abogado podrá revelar el secreto siempre y cuando no sirviera para condenar a su cliente. Lo contrario entrañaría una manifiesta quiebra del derecho a la defensa configurado constitucionalmente y, ciertamente, la función del abogado quedaría absolutamente desnaturalizada; dejaría de prestar el servicio fundamental que conforma su relación con el cliente (38).

En cuanto al supuesto en virtud del cual el abogado se encontrase con la inevitable necesidad de defenderse de acusaciones de su cliente, el mal que pretende impedirse con la infracción del deber de secreto podría referirse a un riesgo que atentase contra su propia libertad (por ejemplo, el cliente le acusa de un delito grave que arrastra una pena privativa de libertad), y la valoración o ponderación de los diferentes males, el que se causa y el que procura soslayarse, obedece a un juicio por momentos muy complicado de realizar, precisamente por la heterogeneidad de los bienes jurídicos concernidos por el mal. En principio, la revelación del secreto conduce a una quiebra de la intimidad y, en conexión con ello, del derecho a la defensa, mientras que con la falta de revelación del secreto, sólo el derecho a la defensa del abogado se ve afectado (39). A falta de normas que aporten luz sobre este tema, sólo el juzgador es competente para estimar

---

(36) Sobre este aspecto, *vid.* CÓRDOBA, *cit*., pp. 35 y 36, aunque sólo recoge como un supuesto de estado de necesidad el del abogado que debe defenderse de las acusaciones del cliente.

(37) *Vid.* CÓRDOBA, *cit*., p. 36.

(38) También ZURITA, *cit*., p. 76.

(39) CÓRDOBA, *cit*., p. 35, asegura que la heterogeneidad de los bienes en conflicto no es obstáculo para la aplicación de la eximente.

ajustada a Derecho una conducta, de suyo sancionable penalmente. Además, constituye abiertamente una señal de la sensibilidad al respecto el hecho de que ya haya sido manifestada en alguna sentencia la posibilidad de abordar una situación así mediante la interposición de una querella criminal por calumnias, sin tener que vulnerar el secreto profesional que pesa sobre el desempeño de su trabajo (40). Pese a ello, si las acusaciones que se vierten sobre su persona versan sobre aquello que es también objeto del secreto, parece que debería quedar dispensado del deber de reserva (41).

En relación con el último de los casos de conflicto aludido, aquel en razón del cual la revelación del secreto se estime necesaria para una mejor defensa del cliente (42), el abogado considera enfrentarse a un estado de necesidad que puede operar como eximente para evitar un posible perjuicio al cliente (artículo 20.5 del CP). Aquí, la inexcusable prudencia que debe guiar al abogado impone, primeramente, una obligación de asesoramiento sobre el particular al cliente. No existe, a este respecto, ninguna dificultad en aceptar que el consentimiento libre y voluntariamente prestado (y por persona capaz de hacerlo) excluye el ilícito penal del artículo 199.2 del CP, por cuanto deja de haber secreto (43). En virtud del artículo 201 del CP, la persecución de este tipo de delitos exige denuncia previa, por lo que la autorización o el subsiguiente perdón extinguen la acción penal y la pena impuesta (44). Incluso el abogado que, sin autorización previa, gane un pleito pero derivándose de él daños morales al cliente

---

(40) Se trata de la Sentencia de la Audiencia Provincial de Las Palmas, de 12 de noviembre de 2001 (exponiendo su argumentación en torno a esta sentencia, *vid.* ZURITA, *cit*., pp. 77 y 78).

(41) En este sentido, RIGO, *cit*. p. 116.

(42) También lo plantea ZURITA, *cit*., pp. 78 y 79.

(43) *Vid.* también el artículo 1.3 de la Ley Orgánica 1/1982, de la protección civil del derecho al honor, a la intimidad personal y familia y a la propia imagen, en cuyo segunda frase se dice que "La renuncia a la protección prevista en esta Ley será nula, sin perjuicio de los supuestos de autorización o consentimiento a que se refiere el artículo segundo de esta ley"; y el artículo 2.2, donde se indica que "No se apreciará la existencia de intromisión ilegítima en el ámbito protegido cuando estuviere expresamente autorizada por la Ley o cuando el titular del derecho hubiere otorgado al efecto su consentimiento expreso".

(44) Así, CÓRDOBA, *cit*., pp. 32 y 33; aceptando la admisibilidad de la dispensa otorgada mediante el consentimiento, también RIGO, *cit*., pp. 108 a 110, y CUENCA, *cit*., pp. 223 y 224. No obstante, podríamos discrepar con la negativa de CÓRDOBA a considerar libre y voluntario el consentimiento prestado a requerimiento del abogado, ya que, a nuestro juicio, el requerimiento puede consistir en una mera solicitud haciendo conocedor previamente al cliente de los beneficios que la revelación del secreto pudiera acarrear a su causa (el cliente, como es lógico, puede ser un lego en Derecho a quien deben exponérsele las consecuencias jurídicas de todo el espectro de actuaciones que pudieran desarrollarse en su beneficio). En cualquier caso, deberá tenerse presente el artículo 5.8 del CDAE, en cuya parte final se advierte de que el consentimiento por sí solo no excusa al abogado de la preservación del secreto. Nada se dice, sin embargo, sobre las circunstancias que hubieran de negar alguna virtualidad al consentimiento. Para ello, quizá, habría de acudirse al artículo 6.2 del CC, según el cual "La exclusión voluntaria de la ley aplicable y la renuncia a los derechos en ella reconocidos sólo serán válidas cuando no contraríen el interés o el orden público ni perjudiquen a terceros". Enlazando ambos preceptos, podría inferirse que serán el interés o el orden público y un eventual perjuicio a terceros aquello que el abogado deberá tomar en consideración para seguir sometido al deber de secreto, pese a la autorización o consentimiento recibido en otro sentido.

(por ejemplo, los que podrían causársele tras haberse revelado su condición sexual para articular una defensa contra una imputación por agresión sexual) podría encontrarse con un serio problema. Desde luego, no puede decirse que menoscaba de forma manifiesta los intereses que le hayan sido encomendados, que responde al tipo penal de deslealtad profesional previsto en el artículo 467.2 del CP [45]. Puede admitirse que hay un perjuicio parcial, por haber revelado una información secreta sin autorización, pero no un quebranto manifiesto, ya que, en último término, ha contribuido a hacer Justicia en la persona de su cliente [46].

La respuesta a esta cuestión no parece sencilla, aunque nos inclinamos por reconocer al cliente la posibilidad de accionar en responsabilidad contra el abogado, puesto que, pese al éxito obtenido en el proceso, los medios empleados, sin previa autorización, han supuesto un quebrantamiento de sus derechos fundamentales, siguiéndose de tal actuación unos resultados nocivos sobre su persona que no tiene que acatar necesariamente. Porque, en la defensa de un pleito, debe quedar claro, la actuación del abogado responde al esquema de la *locatio conductio operarum;* es decir, el objeto de su obligación es la prestación de una actividad, y no propiamente la obtención de un resultado, de modo que la autorización se presenta como un elemento configurador de una actividad diligente y en interés absoluto del cliente. Ante los daños causados por la revelación de la información secreta, por tanto, al cliente se le abrirían los dispositivos de tutela de la Ley Orgánica 1/1982, de la protección civil del derecho al honor, a la intimidad personal y familia y a la propia imagen. El artículo 7.4 valora como intromisión ilegítima "la revelación de datos privados de una persona o familia conocidos a través de la actividad profesional", mientras que el artículo 9 alude a la protección que procuran los mecanismos procesales ordinarios como la vía del artículo 53.2 de la CE (además del recurso de amparo ante el TC). La aplicación de una sanción administrativa, en cuanto profesional colegiado, tampoco sería ajena. Sí, en cambio, la de una punición penal, por razón de su rigurosidad, basada en el dolo como elemento subjetivo-intencional (de cometer un delito), que no parece concurrir en el caso.

IV. EL CONFLICTO ENTRE EL DEBER DE INFORMACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE PREVENCIÓN DE BLANQUEO DE CAPITALES Y EL DEBER DE GUARDAR SECRETO

Al margen de los conflictos apuntados, la normativa española sobre prevención de blanqueo de capitales también parece haberse erigido en una fuente de disputa con el deber de guardar secreto profesional. En otros ordenamientos europeos de nuestro entorno no se advierte, sin embargo, conflicto alguno, toda vez que la literalidad de sus

---

(45) Este precepto dice así: *"El abogado o procurador que, por acción u omisión, perjudique de forma manifiesta los intereses que le fueren encomendados será castigado con las penas de multa de doce a veinticuatro meses e inhabilitación especial para empleo, cargo público, profesión u oficio de uno a cuatro años"*.

(46) CUENCA, *cit*., pp. 64 y 65, no cita este caso entre los que cupiera encajar bajo el tipo penal de la deslealtad del artículo 467.2 del CP (en términos generales, esta autora considera que el tipo penal se refiere a aquellas conductas de los abogados que, en el marco del proceso, lesionen el derecho de defensa).

preceptos no parece permitir una injerencia de las normativas de prevención del blanqueo de capitales en la esfera del secreto profesional del abogado. Y es que, en dichos países, la relación entre el secreto profesional del abogado y las obligaciones de información derivadas de la normativa del blanqueo de capitales sigue fielmente las pautas de los Considerandos 16 y 17 de la II Directiva y del Considerando 20 de la, todavía no transpuesta en España, III Directiva.

En concreto, en razón del último Considerando citado, el secreto sólo cabrá revelarse "en caso de que el asesor letrado esté implicado en actividades de blanqueo o financiación del terrorismo, de que la finalidad del asesoramiento jurídico sea el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, o de que el abogado sepa que el cliente solicita asesoramiento jurídico para fines de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo"; redacción esta que resulta un poco desatinada, como más tarde volverá a señalarse, por exonerar del deber de secreto en aquellos casos en los que el abogado esté implicado en actividades de blanqueo (lo que *a contrario* significa que el abogado debe informar de los delitos en los que participa). Dicho esto, no obstante, la tutela del secreto queda en todo momento garantizada, tanto en la órbita de la defensa procesal, ya sea antes, durante o después del proceso, como cuando el abogado esté "determinando la situación jurídica" de sus clientes. Se trata, esta última, de una locución que ha pasado a formar parte de los diferentes ordenamientos nacionales para referirse, en puridad, a la actividad de asesoramiento (47).

---

(47) Siguiendo la Directiva, la norma italiana ("*Decreto Legislativo 21 novembre 2007, núm. 231*" —*Attuazione della direttiva 2005/60/CE concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo nonchè della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione*—), de noviembre de 2007, establece en su artículo 12.2 que las obligaciones de comunicación sobre prevención del blanqueo no se aplican a los abogados por la información que reciban de un cliente o por la información que sobre él obtengan en el marco del examen de su posición jurídica o en el marco de la defensa o representación del éste en un procedimiento judicial o en relación con tal procedimiento (incluyéndose la consulta sobre la forma de evitarlo), tanto cuando la información se haya obtenido antes como cuando lo haya sido durante o después del proceso.

Y en la misma línea se posiciona la norma francesa (*Code Monétaire et Financier*, reformado por el artículo 70 de la *Loi núm. 204-130*, de 11 de febrero de 2004), que, aun con anterioridad a la publicación de la III Directiva, tutela en su artículo 562 el secreto del abogado cuando la información se haya recibido de uno de sus clientes u obtenido sobre uno de ellos, ya sea en el marco de una consulta jurídica, salvo cuando ésta se haga con el fin de blanquear capitales (porque así se diga o se deduzca de su voluntad), ya en el marco de la asistencia letrada en un proceso judicial, tanto cuando la información se haya obtenido antes, durante o después del proceso, como cuando sea fruto de un asesoramiento sobre la manera de evitar dicho proceso.

En Alemania, por su parte, no se alude a la actividad de "determinación de la situación jurídica del cliente" que dispensa de la comunicación a la autoridad administrativa competente. Sin embargo, del mismo modo que en los dos ordenamientos precitados, no existe conflicto alguno que dirimir, por cuanto no se propicia una intervención en el secreto profesional del abogado. A este respecto, el artículo 11.3 de la *Gesetz zur Ergänzung der Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung* (*Geldwäschebekämpfungsgesetz*), de agosto de 2008, exime a los abogados de las obligaciones de comunicación cuando la información es obtenida en el marco del asesoramiento jurídico o de la asistencia procesal sobre blanqueo de capitales. Las obligaciones de comunicación se prescriben cuando abogado se percata de que el cliente solicita asesoramiento jurídico para fines de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo.

En España, sin embargo, la normativa interna vigente sobre prevención del blanqueo de capitales parece todavía permitir una intromisión no ajustada a Derecho en la salvaguarda del secreto del abogado, ya que, con la interpretación literal de los artículos 2.2 y 3.4 de la Ley 19/1993, se le impone una obligación de informar al SEPBLAC sobre las operaciones que presenten, a su juicio, indicios de encontrarse relacionadas con el blanqueo de capitales (48), y, específicamente, se refiere al abogado que participe "en la concepción, realización o asesoramiento" de transacciones por cuenta de cliente, ya sea de naturaleza financiera inmobiliaria, de apertura de cuentas de ahorro y bancarias y de su gestión, así como de valores, fondos y otros activos, y de organización de aportaciones para la constitución y gestión de sociedades, de *trusts* y entidades de estructuras análogas. Con todo, el citado artículo 3.4, en su segundo párrafo, finaliza reconociendo tajantemente y en términos absolutos el deber de secreto profesional del abogado y del procurador ("conforme a la legislación vigente", según la apostilla última). Y en conexión con ello tendrá que entenderse el párrafo inmediatamente anterior, que otorga el amparo del secreto a la información que el abogado recibe de uno de sus clientes u obtiene sobre él al determinar su posición jurídica o desempeñando su misión de defender o representar a dicho cliente en procedimientos administrativos o judiciales o en relación con ellos, incluido el asesoramiento sobre la incoación o la forma de evitarse un proceso, con independencia de que tal información la haya recibido antes, durante o después de tales procedimientos [en esta misma línea se redactan el artículo 2.1 letra ñ) en relación con los artículos 18 y 22 del Proyecto de Ley de prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, de diciembre de 2009]. Con la aparente contradicción o solapamiento entre la regla y la excepción en lo relativo al asesoramiento, no puede decirse, pues, que se trate de una norma técnicamente buena (49) (ni, por ende, el Proyecto que actualmente se maneja). Habría de determinarse, por tanto, su alcance; labor esta que se ceñiría, en definitiva, a comprender si lo que recoge la normativa de prevención de blanqueo de capitales sobre las conductas que obligan a informar (concepción, realización o asesoramiento)

---

(48) Con la dificultad, por otra parte, que entraña la detección de este tipo de operaciones en un mundo como el actual, en el que el blanqueador dispone de una multitud de instrumentos para canalizar sus operaciones bajo una apariencia de absoluta legalidad (una relación detallada de actos y circunstancias que pueden representar operaciones de blanqueo la ofrece ÁLVAREZ-SALA, *cit*., pp. 5827 y 5828, nota a pie núm. 108 —*Ensayos... cit.*, pp. 22 y 23, nota a pie núm. 109—). El sistema de información pivota, además, sobre la confianza en la apreciación intelectual del abogado; en sus capacidades intuitivas o de relación. Esto comporta que solamente actúe cuando adquiera conciencia de que una operación pueda alojarse dentro de las operaciones de blanqueo, al margen de que el acto se hiciera o canalizara muy atrás en el tiempo y careciera, a la sazón, de elementos de sospecha. Por eso también, por tratarse de un sistema que gira en torno a la sospecha y no tanto al acto, las llamadas *operaciones cero*, las fallidas, también deberán ser comunicadas (en este sentido acertado, ÁLVAREZ-SALA, *cit*., pp. 5829 a 5831, notas a pie núms. 115 y 116 —*Ensayos...*, *cit.*, pp. 25 y 26, notas a pie núms. 116 y 117 y p. 27, nota a pie núm. 120—, que cita el interesante caso de Canadá, donde se dispensa de la obligación de comunicación al profesional que se inhibe, ya sea porque haya sospechado de la ilicitud del acto o porque la operación no se haya concluido con éxito).

(49) Apuntando también la confusión que genera, *vid.* ÁLVAREZ-SALA, *cit*., pp. 5824 y 5825, nota a pie núm. 97 (*Ensayos... cit*., p. 20, nota a pie núm. 100).

representa alguna de las modalidades de actuación profesional del abogado respecto de las que la LOPJ impone el secreto profesional.

En primer lugar, no obstante, procede abordar esta cuestión desde el argumento que adjetivamos de "formal" y, desde este punto de vista, habrá que traer a colación la diferencia existente entre las normas en conflicto.

Se observa, en efecto, que en el ejercicio profesional de la dirección y defensa y del asesoramiento jurídico, el abogado viene obligado a preservar el secreto por leyes orgánicas (la relativa al poder judicial y la que aprueba el CP [50]), mientras que la normativa sobre prevención de blanqueo de capitales es una ley ordinaria [51]. A este respecto, es verdad que no puede esgrimirse como solución al conflicto la mayor jerarquía normativa de la ley orgánica frente a la ley ordinaria, porque, rectamente, ambas tienen igual rango. Sin embargo, no cabe desconocerse que una ley ordinaria no puede modificar el contenido de una ley orgánica. Así viene impuesto por la CE al consolidar en su artículo 81 el principio de competencia, en virtud del cual existen determinadas áreas (entre otras, las que desarrollan derechos fundamentales y libertades públicas) que deben ser reguladas por ley orgánica, y cuya modificación exige unos requisitos de procedimiento concretos [52]. Consecuentemente, el artículo 2.2 de la Ley 19/1993 estaría vulnerando el principio de competencia consagrado por la Constitución [53] y, por ello, al abogado le estaría vedado actuar al amparo de aquélla. Y si por virtud de su actuación de asesoramiento decidiese romper el secreto profesional informando sobre el caso al SEPBLAC, incurriría en la comisión de un delito de revelación de secreto, tipificado en el artículo 199.2 del CP. Es más, si fuera obligado a

---

(50) Así el artículo 542.3 de la LOPJ y el artículo 199.2 del CP.

(51) ÁLVAREZ-SALA, *cit*., pp. 5824 y 5825, nota a pie núm. 97 (*Ensayos... cit*., p. 20, nota a pie núm. 100), denuncia, asimismo, la improcedencia de la transposición de la II Directiva mediante ley ordinaria, a pesar de referirse al secreto profesional, regulado, entre otros, por el artículo 437 de la LOPJ, y a la legislación de datos y de protección de la intimidad.

(52) Este precepto dice así:

"1. Son leyes orgánicas las relativas al desarrollo de los derechos fundamentales y de las libertades públicas, las que aprueben los Estatutos de Autonomía y régimen electoral general y las demás previstas en la Constitución.

2. La aprobación, modificación o derogación de las leyes orgánicas exigirá mayoría absoluta del Congreso, en una votación final sobre el conjunto del proyecto".

Sobre el principio de competencia normativa, *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, y FERNÁNDEZ, *Curso de Derecho Administrativo*, tomo I, Cizur Menor, 2008, pp. 134 a 136; sobre la necesidad de ley orgánica para limitar el derecho a la intimidad del artículo 18.1 de la CE, *vid.*, por ejemplo, SERRANO ALBERCA, *Comentarios a la Constitución*, VV.AA., dirigidos por GARRIDO FALLA, Madrid, 1985, p. 354.

(53) Conforme al artículo 28.2 de la Ley Orgánica del Tribunal Constitucional, el Alto Tribunal podría declarar inconstitucionales los preceptos de una ley por infracción del artículo 81 de la Constitución.

revelar la información amparada por el secreto, podría considerarse que está siendo sometido a las coacciones tipificadas como delito en el artículo 172 del CP (54).

Aunque el argumento formal o normativo se muestre suficiente para "desautorizar" el texto de la Ley 19/1993, resulta también obligado tratar la cuestión desde una perspectiva material a fin de evidenciar el interés o bien jurídico cuya tutela merece predominar. Interesa, por ello, un análisis de la ponderación de bienes jurídicos en cada caso particular; un examen de la armonía entre las distintas modalidades de actuación del abogado y los artículos 2.2 y 3.4 de la Ley 19/1993.

Pues bien, no parecen ofrecer mucha complejidad los supuestos de concepción y realización de las transacciones y actuaciones antes referidas, ya sea por iniciativa propia, ya a instancias o solicitud del cliente, porque, sencillamente, lo que el abogado haría es cometer un delito (55). Participa en la autoría de éste, y ello no se corresponde con la función jurídico-social que tiene encomendada, que de ninguna manera consiste en representar al cliente o colaborar con él en la comisión de delitos. No tiene, por eso, mucho sentido plantear el conflicto entre el deber de guardar secreto y el deber de revelación al SEPBLAC. Resultaría paradójico y ciertamente imprudente desde el patrón de diligencia del "buen delincuente" informar sobre una conducta antijurídica que ha cometido, salvo que, por circunstancias extrañas, le sobrevenga *a posteriori* un prurito de moralidad y de realización de la Justicia que, en cualquier caso, y aunque tarde, ha de ser bienvenido.

Por lo demás, viene a colación aquí traer la opinión doctrinal según la cual en ningún caso cabría imputar al abogado una colaboración culposa, puesto que si no existiera en él la voluntad referida a la efectiva contribución en la comisión del delito, no habría cooperación (se cita, al respecto, el caso del abogado que redacta un contrato que sirve de marco jurídico para el blanqueo de unos bienes cuya procedencia no conoce por no haber prestado la debida diligencia) (56). Con ello, la sanción por la comisión imprudente del blanqueo prevista en el artículo 301.3 del CP se entendería referida a quienes materialmente realizasen la adquisición y transformación o conversión de los bienes (así, por ejemplo, los empleados del banco que ingresaran en una cuenta corriente sumas de dineros procedentes de actividades delictivas estarían convirtiendo el efectivo en un saldo en cuenta corriente). Esta interpretación restrictiva, sin embargo, pierde vigor desde el momento en el que el artículo 301.1 del CP también incluye, como conducta punible, la realización de *cualquier otro acto* para encubrir el origen ilícito de los bienes o para ayudar a la persona que haya participado en la

---

(54) Planteando también esta objeción de carácter formal-normativa, *vid.* CÓRDOBA, *cit*., pp. 48 y 49. COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *cit*., p. 53, por su parte, no pueden aferrarse al argumento formal, ya que atribuyen el carácter de orgánicas a las leyes de prevención del blanqueo (la de 1993 y la de 2003).

(55) Llegando a la misma conclusión, *vid.* CÓRDOBA, *cit*., p. 49, ZURITA, *cit*., pp. 55 y 56, y SÁNCHEZ STEWART, "Una buena oportunidad. La transposición de la Tercera Directiva", *El notario del siglo XXI*, núm. 19 (mayo-junio 2008), p. 65.

(56) *Vid.* CÓRDOBA, cit., pp. 75 a 77.

operación de blanqueo a eludir las consecuencias legales de su acto, con lo que cualquier conducta negligente de carácter grave (tal y como lo prevé el artículo 301.3 del CP) que sirva a los fines tan ampliamente descritos en el artículo 301.1 caería bajo la letra del artículo 301.3, y la cooperación en la ejecución de la operación de blanqueo, con un acto sin el cual no se habría efectuado, sería, en virtud del artículo 28 del CP, un supuesto de autoría. Ésta consistiría, además, en la inferencia interpretativa que conectara con el espíritu o ratio del artículo 301, ya que el artículo 6 de la Convención de Estrasburgo de 1990 (*Convención sobre el blanqueo, identificación, embargo y decomiso de los beneficios económicos derivados del delito*) o, incluso, el artículo 3 de la Convención de Viena de 1988 (*Convención de las Naciones Unidas contra el tráfico ilícito de estupefacientes y sustancias sicotrópicas*), normas que han inspirado la tipificación penal vigente del delito de blanqueo, parecen entenderla incluyendo actividades que no son estrictamente de conversión de bienes (57).

Por otro lado, la interpretación de la misma doctrina en relación con la conducta pasiva o de omisión del abogado ante un cliente que pretenda ejecutar una actividad que resulte constitutiva de blanqueo de capitales (58) merecería también una reflexión. Se defiende que tal conducta no genera una responsabilidad penal por participación en el delito cometido por su cliente, por cuanto el abogado no tendría como función velar por el mantenimiento del orden económico. Aceptar, no obstante, esa tesis en términos absolutos puede ser discutible, ya que el abogado bien cabría incluirse entre los sujetos que debieran coadyuvar a la protección del bien jurídico afectado con el blanqueo de capitales, en razón de una eventual función de controlar tal fuente de peligro.

En línea, por lo demás, con los supuestos de concepción y realización de las transacciones, tampoco se presentan mayores problemas de comprensión en relación con la dirección letrada en un proceso judicial o administrativo: siempre debe quedar cubierta por el secreto profesional, y así lo entiende también la Ley 19/1993, en cuyo artículo 2.2 (en su último apartado) se exime a los abogados de la obligación de notificación "con respecto a la información que reciban de uno de sus clientes u obtengan sobre él al determinar la posición jurídica a favor de su cliente, o desempeñar su misión de defender o representar a dicho cliente en procedimientos administrativos o judiciales o en relación con ellos, incluido el asesoramiento sobre la incoación o la forma de evitar un proceso, independientemente de si han recibido u obtenido dicha información antes, durante o después de tales procedimientos" (59). Conforme a este

---

(57) Aunque en relación con los notarios, *vid.* ÁLVAREZ-SALA, *cit*., p. 5826, pág. 103 (*Ensayos... cit*., p. 21, nota a pie núm. 103), que cita el caso resuelto por la Corte de Casación francesa (en sentencia de 7 de diciembre de 1995), en la que se condena a una pena de prisión, por actuación negligente, a un notario que asesoró sobre el pago de una compraventa mediante un giro desde el exterior y, a continuación, autorizó el documento de compraventa, en favor de la pareja de hecho de un blanqueador, que previamente había sido presentado al notario por el agente inmobiliario, quien aparentemente le comentó que su nombre era falso y podía tratarse de un narcotraficante.

(58) *Vid.* CÓRDOBA, *cit*., p. 80.

(59) Igualmente, el artículo 16 del Reglamento de la Ley 19/1993 y el Considerando 17 de la II Directiva.

redactado, el secreto se extiende tanto a la actuación procesal como a la intervención preprocesal, o, en otras palabras, al asesoramiento sobre la incoación o la forma de evitar un proceso (60). Como no podía ser de otra manera.

Ningún objetivo de política criminal debe hacer ceder al secreto profesional del abogado defensor, pues la asistencia letrada se consagra como un derecho fundamental indiscutido e indiscutible. Recogido en el ámbito supranacional (artículo 6 del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y Libertades Fundamentales —que España firmó el 24 de noviembre de 1977—) y en el nacional (artículo 24 de la CE), es fruto de la necesaria independencia de la función de la abogacía frente al resto de poderes públicos, resultando de ello un ejercicio de la defensa invulnerable respecto de las coyunturas concretas que la realidad social puede reclamar en cada momento (61).

En el marco, sin embargo, de otra de las modalidades de la actuación profesional del abogado, el asesoramiento jurídico, la norma que previene el blanqueo de capitales se presta a otras consideraciones, pues no concilia con la naturaleza del asesoramiento y el deber de guardar secreto inherente a él. Dicha norma desconoce que el cliente que solicita consejo profesional sobre actuaciones eventualmente constitutivas del delito de blanqueo de capitales siempre debe quedar amparado por el secreto profesional. Con todo, esta voluntad de protección del asesoramiento preventivo no ha sido siempre pacífica. Con anterioridad a la promulgación de la II Directiva (del año 2001) sólo se dispensaba al abogado que ejerciera una función de defensa de sus clientes en un proceso judicial. Fue a partir de dicha Directiva cuando comenzó a cobijarse bajo el manto del secreto profesional toda aquella actividad del abogado consistente en "determinar la situación jurídica del cliente", toda vez que, en este supuesto, el abogado se dedicaría, en puridad, a asesorar, a procurar consejos jurídicos con la información de que dispusiera (la que recibiese directamente del cliente y la que obtuviese con sus propias investigaciones), definiendo la posición jurídica del cliente en la estructura subjetiva del caso en cuestión (62). Téngase presente que el abogado de quien se solicita asesoramiento preventivo puede convertirse en un abogado de alguien a quien enfrentarse en un proceso futuro. Si el asesoramiento previo no estuviera bajo la salvaguarda del secreto profesional, se quebrarían todas las garantías del derecho a la no-autoinculpación, e, indefectiblemente, la independencia del sistema de Administración de Justicia quedaría en entredicho (63).

Hay que reconocer, ciertamente, que la actividad de asesoramiento no resulta siempre fácil. El deber de diligencia debido le obliga a recabar toda la información

---

(60) Del mismo modo, CÓRDOBA, *cit*., p. 50, ZURITA, *cit*., p. 55, y SÁNCHEZ STEWART, *cit*., pp. 62 y 63.

(61) *Vid.* una observación en este sentido en ÁLVAREZ-SALA, *cit*., pp. 5822 y 5823 (*Ensayos... cit*., pp. 17 y 18), que alude, por otra parte, a relevante doctrina jurisprudencial española y europea sobre la inviolabilidad de las comunicaciones entre el justiciable y su abogado.

(62) Igualmente, CÓRDOBA, *cit*., pp. 47, 48 y 81, ZURITA, *cit*., p. 56, y SÁNCHEZ STEWART, *cit*., pp. 62 y 63.

(63) Así, ÁLVAREZ-SALA, *cit*., p. 5823 (*Ensayos... cit*., p. 18).

necesaria para proceder a una adecuada prestación del servicio. Y, sin embargo, a veces, sobre todo respecto de hechos que se producen en el extranjero, el abogado puede situarse ante el dilema de asesorar o no. De no hacerlo, además, podrían derivarse para el cliente consecuencias patrimoniales muy negativas. Por eso, si el abogado considera que la información que maneja es suficientemente apta, observando en ella un origen lícito de los bienes, y, en razón de ello, juzga que puede proporcionar el consejo jurídico que se le pide, no debería ser imputado por la comisión de un delito de blanqueo, aun cuando el supuesto sobre el cual haya asesorado resulte posteriormente un supuesto de blanqueo (64).

Se advierte de lo expuesto, pues, que excepto en todo aquello que comporte una participación en la comisión del delito (concepción o realización de las operaciones de blanqueo o asesoramiento para su realización), el abogado no puede violar el secreto profesional mediante el suministro al SEPBLAC de la información que obtenga en el marco de una actuación de asesoramiento, tanto al margen como dentro de un procedimiento administrativo o judicial (65). Aun aceptando de antemano que no existe una relación jerárquica tasada de bienes y valores jurídicos a la que poder acudir, parece clara la superioridad cualitativa de la salvaguarda del secreto profesional en el ejercicio del asesoramiento y defensa letrada. Su infracción conlleva sanciones de orden civil y penal por suponer una violación de la intimidad personal; intimidad que, en el marco de una relación con quien ejerce profesionalmente la abogacía, es un derecho fundamental amparado por la norma de más alto rango en España (66). Constituye, incontestablemente, una de las piezas principales con las que se construye un derecho a la defensa propio de un Estado democrático de derecho: sin la obligación de guardar secreto profesional, la función institucional del abogado quedaría, en gran parte, vacía

---

(64) *Vid.* CÓRDOBA, *cit*., pp. 80 y 81.

(65) Conviene aquí hacer una precisión: el artículo 2.2 de la Ley 19/1993 habla de los abogados que "participen en la concepción, realización o asesoramiento de transacciones (...)", y, verdaderamente, el abogado sólo podría participar con el cliente en la concepción o realización de actividades de blanqueo, ya que con el cliente no se participa en el asesoramiento; el asesoramiento se ofrece en su integridad por el abogado (o por varios de ellos). A este respecto, también SÁNCHEZ STEWART, *cit*., pp. 63 y 64, se pregunta por el significado de participar en el asesoramiento. A su juicio, habría de aclararse normativamente en los términos del Considerando 20 de la III Directiva, según el cual (...), "el asesoramiento jurídico ha de seguir sujeto a la obligación de secreto profesional, salvo en caso de que el asesor letrado esté implicado en actividades de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo, o de que el abogado sepa que el cliente solicita el asesoramiento jurídico para fines de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo". Sin embargo, no puede sostenerse que su propuesta suponga una rigurosa aclaración, puesto que, simplemente, dicho Considerando anuda al establecimiento de la obligación de secreto como consecuencia del asesoramiento, dos excepciones que nada tienen que ver con el asesoramiento; estar implicado en actividades de blanqueo y asesorar para el blanqueo no son otra cosa que ser partícipe en la concepción o realización de las actividades constitutivas del delito. Tampoco creemos, además, que sea necesaria una explicación de lo que constituye el asesoramiento (éste no es sino una de las modalidades de la actuación profesional del abogado que consiste en informar u orientar sobre los aspectos jurídicos de la cuestión que el cliente plantea). Lo único que importa es que el asesoramiento debe encontrarse siempre protegido por el secreto profesional.

(66) Incidiendo en el carácter de derecho fundamental construido sobre el derecho personal a la intimidad, *vid.* también MICHAVILA, *cit*., pp. 1415 a 1417, 1423, 1425 y 1426.

de contenido, puesto que el deber de reserva es la consecuencia necesaria de la relación de confianza que lo vincula con el cliente, que, basándose en ella, acude a quien pueda prestarle asesoramiento cualificado y, en su caso, defensa procesal. Es, así, el elemento esencial mediante el cual se garantiza una vinculación del abogado a una actuación en interés permanente del cliente. De este modo lo exige el principio de lealtad que rige el ejercicio de su profesión.

En cualquier caso, no está de más recordar que la obligación del abogado es una obligación de gestión con un único objeto: el interés de los clientes. Ello significará, en rigor, que el abogado deviene titular de una función que tiene como elemento teleológico la actuación en interés ajeno. Y este interés del cliente sólo podrá realizarse si cada una de las actuaciones del abogado constituye un acto de desarrollo de su "potencialidad jurídica". En este sentido, tratándose de un caso de gestión referida al interés del cliente, el contenido sustancial de la obligación de gestión deberá comprender todas las actuaciones idóneas para que el interés de aquél sea realizado. La gestión del abogado habrá de estar guiada a desarrollar, en el marco del respeto al Estado de derecho, la potencialidad mencionada. Por eso, en el encargo que recibe, el abogado deberá concluir todos los actos principales y auxiliares que se precisen para el desempeño fiel de su función. Tendrá que ejecutar todos los actos necesarios para el cumplimiento del mandato recibido. Y a los efectos de determinar qué actuaciones son obligatorias en virtud de la lógica ordenadora que subyace a su actividad profesional, habrá de estarse al objeto concreto de la relación y a su naturaleza. La razón de esta exigencia reside, pues, en la naturaleza de la función del abogado; más concretamente, en el objeto de la gestión, que no es un bien sino un interés (67). Una vez considerado esto, la diligencia, la independencia, el secreto profesional y, en general, la buena fe serán los criterios que guiarán al abogado para que, en el marco de un deber general de protección de los intereses de los clientes, despache los actos imprescindibles para una correcta contraprestación de la confianza recibida (68).

Consentir, por todo esto, la violación del deber de secreto situaría al abogado en una posición jurídica diferente de la que le corresponde, en la de acusador, labor propiamente inherente a otro operador jurídico como es el fiscal, con el solapamiento de funciones que ello comporta. En todo caso, es innegable, se perdería todo "equilibrio procesal" que en un Estado democrático y de derecho se garantiza mediante un derecho a la defensa armado constitucionalmente con los términos recogidos en el artículo 24.2 de la CE. El abogado representa, por tanto, la figura necesaria a quien

---

(67) El interés del cliente jugará como límite del programa de gestión que se establezca, no ya sólo durante el período en el que tenga vigencia la relación, sino una vez concluida la misma. Un comportamiento íntegro y leal deberá extenderse *sine die* en el tiempo, pues, de otro modo, llegaría a quebrarse aquella relación de confianza que constituyó el motor dinamizador del nexo profesional entre el abogado y el cliente, y que debe servir de base para una eventual relación profesional futura. Puede decirse, por eso, que la confianza vincula por tiempo indefinido al abogado. Sólo admitiendo esta extensión temporal del deber de lealtad puede concebirse una profesión con intachables parámetros de honor y dignidad.

(68) Sobre la relación abogado-cliente, puede consultarse la monografía de SERRA, *La relación de servicios del abogado*, Valencia, 1999.

confiar todo aquello de lo que se precise asesoramiento; un depositario esencial de la intimidad de su cliente (de aquella esfera de la intimidad jurídicamente relevante). No debe convertirse en un colaborador del Ministerio Fiscal. Es, sencillamente, un colaborador del cliente; un colaborador necesario con una actividad jurídicamente reglamentada y forzosamente instituido en un Estado democrático y de derecho para asesorar y defender a quien necesita de sus servicios, y siempre, claro está, dentro de los límites del Derecho Penal (69). Tal y como ya ha sido repetido, el abogado no debe cooperar voluntariamente en la preparación y realización de un delito; si lo hiciera, se convertiría en colaborador necesario, mas en la comisión del delito. Por el contrario, deberá impedir mediante su asesoramiento la efectiva comisión de éste, y, de haberse perpetrado, ilustrar sobre las eventuales consecuencias y, en su caso, comenzar a abordar la defensa procesal correspondiente.

Permitir, por lo demás, al legislador abrir ventanas como la prevista en la Ley 19/1993 puede resultar altamente peligroso, porque favorecería en un futuro que se contemplaran similares redacciones para otro tipo de supuestos o delitos. Desde luego, y por las razones que acaban de exponerse, esto no parece tener mucho sentido (70). La injerencia del abogado en tareas cooperadoras de denuncia y represión propiciaría una rebaja en el equilibrio de garantías exigible. Propiamente, la garantía a la que debe aspirarse es la de una Administración de Justicia construida sobre la base de un derecho al asesoramiento y a la defensa que se ajuste a todos los principios de un Estado democrático y de derecho. La implicación del abogado en otras funciones atentaría contra todos nuestros valores jurídicos y situaría a los ciudadanos en un manifiesto estado de indefensión y, por tanto, sin posibilidades efectivas de asesoramiento y defensa. Ningún abogado desempeñaría las funciones primigenias por las que su profesión fue concebida, ya que todos habrían de proceder a colaborar en la denuncia del ciudadano "sospechoso", violando el secreto que ampara lo revelado. Además de dañarse fatalmente el "contenido esencial" del derecho al asesoramiento y a la defensa, deteriorándose la seguridad en la relación con el abogado y reduciendo a la nada las posibilidades de defensa del cliente (71), se desvirtuaría absolutamente la función de la

(69) En este sentido, COBO DEL ROSAL, y ZABALA, *cit*., pp. 51, 57 y 58; apuntando también la "necesidad" como el nexo que conecta el derecho a la intimidad y el secreto profesional, *vid.* RIGO, *cit*., pp. 91 a 95 y MICHAVILA, *cit*., p. 1426.

(70) No compartimos el criterio de MICHAVILA, *cit*., p. 1432, que acepta la posibilidad de que la tutela de un eventual interés público prime sobre el interés protegido con el secreto profesional (y cita los casos de terrorismo, secuestros, etc.). Reconoce, así, una dispensa *ex novo* que, a nuestro juicio, carece de justificación desde los perfiles con los que hemos conformado el derecho al asesoramiento y defensa en un Estado democrático y de derecho.

(71) Al "contenido esencial" de un derecho fundamental se alude en el artículo 53.1 de la CE, cuando dice que "Los derechos y libertades reconocidos en el Capítulo Segundo del presente Título vinculan a todos los poderes públicos. Sólo por ley, que en todo caso deberá respetar su contenido esencial, podrá regularse e ejercicio de tales derechos y libertades, que se tutelarán de acuerdo con lo previsto en el artículo 161.1.a)". Se trata, concretamente, de aquel contenido al que vienen vinculados todos los poderes, también el legislativo, puesto que posibilitar su "manipulación regulatoria" comportaría un riesgo de absoluta deformación del derecho; *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, FERNÁNDEZ, *cit*., pág. 252.

abogacía, algo que, en los Estados democráticos y de derecho, no parece obedecer a ninguna necesidad perentoria de política criminal (72).

Llegados a este punto, precisa subrayarse que hay un mandamiento moral que consiste en no defraudar la confianza, que se ha convertido, además, en un principio de "Derecho justo". Los diversos ordenamientos protegen la confianza suscitada por el comportamiento de otro, con independencia de la fuente de la que proceda, porque la confianza es condición fundamental para una pacífica vida colectiva y una conducta de cooperación entre los hombres y, por tanto, de la paz jurídica. Respuestas diferentes encuentra la cuestión acerca de qué es aquello en lo que puede, concretamente, confiar y la cuestión sobre el modo en que la confianza ha de protegerse (73). Sin ningún género de dudas, con todo, la relación profesional de confianza entre el abogado y el cliente resulta, en un Estado moderno, de necesaria protección; constitucional y penalmente (74). De hecho, la revelación del secreto no supone sólo (aunque sí principalmente) una quiebra de la intimidad y, en conexión con ello, del derecho a la defensa; podría incluso constituir un delito de deslealtad profesional, tipificado en el artículo 467.2 del CP, en virtud del cual se castiga al abogado que, por acción u omisión, perjudique de forma manifiesta los intereses de su cliente (con lo que cabría imputársele un concurso ideal de delitos tipificados en el artículo 199 y del artículo 467 (75)).

En el caso concreto de la prevención del blanqueo de capitales, el abogado, en las labores de dirección, defensa, asesoramiento y consejo jurídico que recoge el artículo 542 de la LOPJ, en tanto que modalidades concretas de su actuación profesional, debe seguir, por todo lo expuesto, los cauces señalados: la protección de la confianza y el secreto profesional. No se encuentra ninguna razón de peso que conduzca a consideraciones de otro tipo. En este campo, el deber de guardar secreto deberá entenderse en términos absolutos. Esta interpretación se ajusta, además, a un acervo normativo de amplio arraigo en España, cimentado sobre la Constitución, que no es sino el armazón normativo que sostiene la profusa legislación del Estado democrático y de derecho. La LOPJ, la LECr y el CDAE concretan un derecho-deber constitucionalmente apuntado y tutelado. Y no puede haber ninguna norma que violente la Constitución y, a mayor abundamiento, cuando lo que se infrinja resulte ser uno de los derechos fundamentales del individuo: su intimidad personal.

Difícilmente puede sostenerse, en este asunto, una postura intermedia, por razón, precisamente, de la gravedad y los efectos perversos que sobre el sistema acarrearía

---

(72) Conviene puntualizar, no obstante, que al SEPBLAC, siendo un órgano de apoyo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias y estando adscrito al Banco de España, la información que el abogado deba facilitarle en ningún caso constituye una denuncia en sentido técnico, sino, más bien, una notificación de carácter administrativo.

(73) *Vid.* LARENZ, *Derecho justo, Fundamentos de Ética Jurídica.* DÍEZ-PICAZO (trad.), Madrid, 1985, pp. 90 y 91.

(74) Según RIGO, *cit*., p. 72, "(...) se trata de una cuestión de Orden Social que requiere la intervención del Derecho no tan sólo en su forma más suave y libre, sino en su forma más solemne, pública y coactiva, cual es el Derecho penal".

(75) En este sentido, CÓRDOBA, *cit*., pp. 26 y 27.

una flexibilización, a discreción del abogado, del derecho que está en juego [76]. No constituye, por tanto, una cuestión puramente ética [77]. El secreto profesional no es una simple recomendación de comportamiento que se aloja en la conciencia individual del abogado. Se erige en un deber que, desde la ética de valores de un Estado democrático y de derecho, queda "positivado" en la norma de mayor rango. Autorizar el acceso a tareas denunciantes y represivas, aunque sea como mero colaborador, a quien tiene la función socialmente necesaria de garantizar el asesoramiento y la defensa profesional del ciudadano supone una auténtica contradicción en los términos [78]. O se defiende al cliente o se colabora con el Ministerio Fiscal. No hay cabida para un eventual *quid aliud*, ya que se diluirían las funciones que configuran la ecuanimidad necesaria en un sistema como el nuestro, en el que la justicia que la sociedad organiza por medio del Estado se inspira en unos valores que limitan, precisamente, su poder omnímodo.

En consecuencia, debería ser pacífico admitir que el SEPBLAC no pueda inquirir al abogado a que informe sobre el conocimiento que haya obtenido en el marco de una relación profesional con el cliente. Porque, en definitiva, el derecho a la intimidad y defensa del cliente configuran el deber profesional del abogado como un derecho: el derecho al silencio [79]. En virtud del artículo 41 del EGA, el abogado que estime estar siendo condicionado en el ejercicio libre de su profesión, de manera tal que la autoridad, Tribunal o Juzgado correspondiente coarten su libertad e independencia o no guarden la consideración debida a la profesión, puede comunicarlo al propio Juzgado o Tribunal y dar cuenta a la Junta de Gobierno, que podrá adoptar las medidas oportunas para garantizar el desempeño de la profesión conforme a los parámetros debidos. En su caso, el SEPBLAC debería articular los actos y medidas que, conforme a Derecho, juzgue pertinentes para construir, sobre la base de los indicios que tenga, una imputación determinada, aunque siempre ceñida a la comisión (en la forma que sea) de un delito. De ninguna de las maneras cabe que el SEPBLAC, autoridad vinculada a una administración independiente como es el Banco de España, fuerce al abogado al quebrantamiento de un derecho-deber constitucionalmente protegido para obtener una información determinada en materia de blanqueo de capitales [80]. Lo contrario comportaría una extralimitación clara de los lindes trazados por la CE.

---

(76) Téngase en cuenta que es el abogado quien, con un ejercicio intelectual, debe valorar si el origen de los capitales presenta indicios sospechosos, lo cual produce una absoluta inseguridad e indefensión jurídica.

(77) Sobre su indudable componente ético, *vid.* RIGO, *cit*., pp. 69 y 70.

(78) Como se extrae del Preámbulo del CDAE, el secreto profesional, junto con los mencionados en la introducción del presente trabajo y con las virtudes como la honradez, la probidad, la rectitud, la lealtad, la diligencia y la veracidad, han conformado históricamente y conforman actualmente el elenco de pautas de actuación de todo profesional de la abogacía; constituyen el fundamento mismo de la relación de confianza entre abogado y cliente y, asimismo, la base del honor y la dignidad de la profesión.

(79) Así, MICHAVILA, *cit*., p. 1427.

(80) Véase una crítica a la "capacidad de supervisión infinita" que pretenden atribuirse las autoridades de prevención de blanqueo de capitales en ÁLVAREZ-SALA, *cit*., pp. 5812 y 5813 (*Ensayos... cit*., p. 8).

De todo lo dicho respecto del abogado, procede, finalmente, hacer una pequeña consideración adicional sobre el llamado "abogado de empresa". Tratándose la empresa de una sociedad profesional de abogados, la conexión entre el deber de secreto y la normativa de prevención del blanqueo de capitales deberá seguir lo ya expuesto en este trabajo. Sin embargo, cuando la empresa sea una de aquellas que la Ley 19/1993 incluye entre los sujetos obligados a colaborar con el SEPBLAC, el abogado o asesor jurídico de la empresa no se debe al cliente, sino que, como trabajador de la misma, se debe de forma inmediata a su empresa, y ésta no tiene ninguna obligación de guardar secreto sobre las operaciones que presenten indicios o sospechas de constituir una operación de blanqueo de capitales. En su condición de profesional dependiente, de empleado a sueldo, el abogado debe hacer lo posible para que la empresa en la que preste sus servicios cumpla íntegramente con la normativa de prevención del blanqueo de capitales y, desde luego, en todo aquello que se refiere a la comunicación al SEPBLAC. Obligación esta que, conforme al artículo 2.3 de la normativa española, recae de forma directa sobre la empresa [81].

V. CONCLUSIÓN

La Ley 19/1993, en sus artículos 2.2 y 3.4, considera a los abogados "sujetos obligados" que deberán comunicar al SEPBLAC las circunstancias relativas a una "operación sospechosa" de blanqueo de capitales cuando participen en la concepción y realización de actividades de blanqueo de capitales y cuando asesoren sobre éstas. El deber de preservar el secreto profesional, recogido en la Constitución, en la LOPJ, en la LECR y en el CP, parece debilitarse notablemente, toda vez que el asesoramiento, una de las modalidades de actuación profesional del abogado, quedaría desnaturalizado, al convertirse en un riesgo para el cliente que solicitase la prestación de este servicio. Con ello, el abogado dejaría de ser confidente necesario del cliente, por cuanto se vería coartado en el ejercicio de una labor integral de asesoramiento, para pasar a convertirse en confidente necesario de la autoridad pública competente y, por extensión, en la primera pieza de la cadena que podría constituir el procedimiento de denuncia de un delito de blanqueo de capitales. El deber de secreto parecería ceder ante el deber de colaborar con la Administración de Justicia.

Esto, sin embargo, no puede ser admitido; primero, porque comportaría un quebrantamiento de la independencia del abogado, motor dinamizador de las funciones

---

[81] Dice textualmente dicho precepto que "cuando las personas físicas mencionadas en el apartado anterior ejerzan su profesión en calidad de empleados de una persona jurídica, las obligaciones impuestas por esta ley recaerán sobre dicha persona jurídica". Se sigue, de esta forma, la II Directiva comunitaria, que en su artículo 2 bis 5 en relación con el artículo 11.1 obliga a los profesionales independientes y exime a los dependientes, a los empleados por cuenta ajena, ya que la obligación recae de forma inmediata en la empresa (del mismo modo, por cierto, que en el anexo a las Recomendaciones del GAFI de fecha 20 de junio de 2003); en doctrina, *vid.* ÁLVAREZ-SALA, *cit*., p. 5812, nota a pie núm. 34 (*Ensayos*..., *cit*., pp. 7 y 8, nota a pie núm. 33), que alude, también, a la creciente tendencia de empresas norteamericanas a prescindir de sus abogados para no incurrir en las "cargas" que la normativa de los mercados de valores (la *Oaxley-Sarbanes Act* de 2002) impone, con el consiguiente efecto perverso que dichas separaciones produce.

que asume desde la confianza que en él, como profesional cualificado que cumple una tarea socialmente necesaria, se deposita para la configuración jurídica y defensa de unos intereses ajenos, y, además, y en conexión con ello, porque el principio de equilibrio procesal que caracteriza a la Administración de Justicia de un Estado democrático y de derecho quedaría en agua de borrajas.

El supuesto planteado brindaría, no obstante, mayores dificultades si no fuera porque la Ley 19/1993 acarrea, con el redactado del artículo 2.2, una quiebra del principio de competencia normativa al modificar el contenido del secreto profesional configurado en España por ley orgánica (82). De manera que difícilmente puede admitirse la conformidad del precepto citado con el artículo 81 de la Constitución; precepto que debe constituirse en guía de actuación para todo abogado que, en el marco de su actuación profesional, se encuentre ante la alternativa entre el deber de guardar secreto y el deber de informar al SEPBLAC.

No podrá concebirse, pues, una normativa como la de prevención de blanqueo de capitales que contravenga el secreto profesional. Parte éste del derecho a la intimidad personal y, en relación con ello, del derecho a la defensa, derechos fundamentales amparados por la CE, y su constancia en la LOPJ y en la LECR, y la tipificación de su infracción (y su sanción) en el CP, hacen de la observancia de guardarlo una conducta indiscutiblemente necesaria, acorde con el *ethos* o código de valores de los Estados en los que la razón ha penetrado en sus estructuras ordenando las líneas directrices de respeto a los espacios de libertad que reclama la dignidad de la persona. La pretendida historicidad y relatividad de los derechos y libertades fundamentales no puede, por tanto, llevar a diluir pilares básicos de nuestro patrimonio ético-jurídico como Estado democrático y de derecho.

(82) Frente a normas de igual rango debería procederse mediante los criterios hermenéuticos que permitieran deshacer el nudo que ocasiona una colisión de diversos intereses, algo que resultaría mucho más complicado.

EL CONTRATO DE ASEGURAMIENTO DE EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES

CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA

Profesora Contratada Doctora Departamento de Derecho Mercantil. Universidad de Granada

RESUMEN

La colocación de emisiones u ofertas públicas de venta de valores puede prolongarse excesivamente en el tiempo retrasando la disponibilidad de los recursos pretendidos o resultar incompleta impidiendo el cumplimiento de los objetivos de financiación.

Con el fin de evitar tales riesgos, surge el aseguramiento de emisiones u ofertas públicas de venta de valores dirigido a garantizar el resultado económico de la colocación de la oferta pública desde la obligación de adquirir por la aseguradora y al precio fijado por el emisor u oferente los valores que el público inversor no se hubiese apropiado durante el período de adquisición. Ahora bien, dada la atipicidad que ostenta tal contrato, se hace necesario proceder a su análisis y ello con la intención de poder esclarecer, cómo se individualiza en el proceso de colocación, como se diferencia con respecto a otras prestaciones, cuál es la relación jurídica que viene a conformar, el régimen jurídico que le resulta de aplicación, las implicaciones jurídicas que genera, las obligaciones que son susceptibles de generar, el ámbito de responsabilidades que se pueden producir, además de cómo se produce la extinción del mismo.

Palabras clave: *Aseguramiento de emisiones u ofertas públicas de venta, intermediarios financieros.*

ABSTRACT

The investment of emissions or public supplies of the sale of values can be excessively extended in time, delaying the availability of the expected resources or resulting incomplete, preventing in this way the achievement of the financing objectives.

In order to avoid such risks, the insurance of emissions or public supplies of the sale of values arises, in order to guarantee the economic result of the investment of the public supply from the obligation of the insurance company to acquire and a fixed price of the issuer or bidder, of those value which the investing public had not acquired during the acquisition period. However, since such contract is atypical, it is necessary to proceed to its analysis in order to be able to clarify how to individualize in the investment proccess, how to differentiate with regard to other benefits, which is the legal connection it constitutes, the legal system which results from application, the legal implications, the obligations which are able to generate, the responsibilities which can appear, and how its extinction is produced.

Key words: *The insurance of emissions or public supplies, financial intermediation.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. CONCEPTO E IMPLICACIONES JURÍDICAS DEL CONTRATO DE ASEGURAMIENTO.
III. NATURALEZA JURÍDICA Y RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE.
IV. ELEMENTOS DEL CONTRATO: PERSONALES, FORMALES Y REALES.
V. CONTENIDO DEL CONTRATO.

1. Obligaciones asumidas por la entidad aseguradora.

a) Procedentes de la normativa jurídico-general del mercado de valores.
b) Procedentes del compromiso de garantía contraído con el emisor u oferente.
c) Procedentes de su condición de miembro de un sindicato de garantía. Concepto, constitución y naturaleza jurídica del sindicato de garantía.

2. Obligaciones asumidas por los emisores u oferentes.

VI. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD.

1. De naturaleza contractual.
2. De naturaleza administrativa.

VII. EXTINCIÓN DEL CONTRATO.

I. INTRODUCCIÓN

El mercado primario es concebido como aquel mercado privado de distribución en el que se produce la adquisición originaria de valores negociables en favor de los requirentes de nueva financiación mediante órdenes de suscripción (1).

(1) En este sentido *vid.* VEGA PÉREZ, F.: "Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables", en AA.VV. (dir. GARCÍA VILLAVERDE, R.), *Contratos bancarios,* Ed. Civitas, Madrid, 1992, p. 548; id.: "Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables", en AA.VV. (coord. MARTÍNEZ SIMANCAS), *Instituciones del mercado financiero,* t. III, Ed. Tecnos, Madrid, 1999, p. 1205; TAPIA HERMIDA, A.J.: "Emisiones y ofertas públicas de venta de valores (una visión panorámica del régimen jurídico del mercado primario de valores)", 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 de España, Madrid, 1995, p. 54; NIETO CAROL, U.: *El mercado de valores. Organización y funcionamiento,* Ed. Civitas, Madrid, 1993, p. 33; id.: "Las bolsas de valores", *RDBB,* núm. 75, 1999, p. 66; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado financiero,* Ed. Marcial Pons, Madrid, 2000, p. 277.

Principal operación de este mercado primario es la emisión de valores, al ser la actividad económica que produce los objetos que en él se distribuyen y suscriben, y por virtud de la cual una persona jurídica con capacidad para emitir valores, denominada como emisor (2), en busca de financiación, apela al ahorro del público inversor (3), al que ofrece la adquisición originaria de un conjunto homogéneo de valores negociables creados conforme a su estatuto jurídico (4), bien con cargo a recursos propios, emitiendo valores de renta variable, o bien con cargo a recursos ajenos, emitiendo valores de renta fija, que permite constituirse como una oferta

---

(2) Esta categoría de emisores de valores, que, por la detentación de tal condición, quedan vinculados, en palabras de TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho del mercado de valores,* Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2000, p. 61, de una forma *"objetiva y ocasional"* al derecho del mercado de valores, y en concreto a la LMV y a su normativa de desarrollo, son definidos conforme al artículo 4 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor. De esta forma se pone de manifiesto su amplio y heterogéneo sentido al poder abarcar tanto a emisores públicos —tales como el Estado, las CC.AA., los organismos dependientes de ambos o el Banco de España— como a emisores privados, y donde si bien los principales adoptan la forma jurídica de sociedades anónimas, de régimen común o especial, también juegan un importante papel unas cajas de ahorro especialmente activas en el ámbito del mercado hipotecario, así como unos fondos de inversión en calidad de emisores específicos de participaciones.

(3) Para que la emisión sea calificada como oferta pública de las reguladas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (en adelante LMV), y en su normativa de desarrollo, los inversores no podrán ser según los artículos 30 bis.1 de la LMV, y 38.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre:

— Inversores cualificados. Se considerarán inversores cualificados según el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre:

a) Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, intermediarios autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad sea invertir en valores.

b) Gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares.

c) Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas.

d) Personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado y que cumplan al menos dos de las tres condiciones siguientes:

1.ª Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.

2.ª Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros.

3.ª Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.

e) Pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado.

— Menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir a los inversores cualificados.

— Inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.

(4) *Vid.* artículo 3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se define a los valores negociables.

pública al poseer los requisitos y condiciones necesarios para ser una verdadera oferta del contrato (5) y erigir así a sus aceptaciones en múltiples contratos de suscripción de carácter mercantil, de adhesión (6), plurilateral (7) y de tracto sucesi-

(5) Si bien GARRIGUES, J.: *Tratado de derecho mercantil,* t. I, Ed. RDM, Madrid, 1947, p. 853, en relación con las ampliaciones de capital, consideró que el boletín de suscripción no representaba propiamente una oferta negocial o contractual, sino que se trataba de una *invitatio ad oferendum,* de forma tal que la remisión del boletín formado por el suscriptor representaba a la verdadera oferta del contrato, modificó su opinión en GARRIGUES, J. y URÍA, R.: *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas,* Ed. IEP, Madrid, 1952, p. 265, al considerar que el programa de fundación constituía una verdadera oferta de contrato. ARRILLAGA, J.I.: *Emisión de obligaciones y protección de los obligacionistas,* Ed. Edersa, Madrid, 1952, p. 8, siguió la primera opinión de GARRIGUES, J., considerando que la emisión entendida como acto inicial del proceso se trataba de una *invitatio ad oferendum*, igual que GIRÓN TENA, J.: *Derecho de sociedades anónimas,* Ed. Universidad de Valladolid, 1952, pp. 126 y 127. También vieron la luz tesis dualistas —como las otorgadas por SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de derecho mercantil,* Ed. Edersa, 1992, pp. 345 y 346, y PETTITI, D.: *I titoli obbligazionari delle società per azioni,* Ed. Giuffrè, Milán, 1964, p. 140— que consideraban que la sociedad emisora a veces realizaba una verdadera oferta por medio del anuncio de la emisión, y que en otras ocasiones la suscripción debía considerarse como una oferta realizada a la sociedad emisora que ésta podía aceptar o no. Pero consideramos más oportuno retomar la tesis vinculada a la consideración de que existe una verdadera oferta del contrato y no una simple invitación para formular ofertas [en este sentido *vid.* DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones,* Ed. Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 1968, p. 21; id.: "Arts. 282 al final", En AA.VV., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas,* Ed. Edersa, 1993, p. 277; SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J.: "Las ofertas públicas de venta de acciones", en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas,* t. II, vol. 2, Ed. Civitas, 1994, p. 1271; ALONSO ESPINOSA, F.J.: *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Ed. Bosch, Barcelona, 1988, p. 185; TAPIA HERMIDA, A.J.: "Emisiones y ofertas públicas...", *op. cit.,* p. 70; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado..., op. cit.,* p. 278; TORRES ESCÁMEZ, S.: *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas. Estudio de la legislación mercantil y del mercado de valores,* Ed. Civitas, Madrid, 1992, p. 41; RUBIO DE CASAS, M.G.: "Art. 22. Suplementos del folleto", *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992,* Ed. Centro de documentación bancario y bursátil, Madrid, 1995, p. 505], dado que la emisión ya posee por sí sola todos los rasgos para ser una verdadera oferta del contrato, completa, seria, y dirigida a un sujeto distinto aunque sea indeterminado (*oferta ad incertam personam*) en la que no se puede considerar que falte el elemento esencial de la concreción cuantitativa del objeto —esto es, el número de valores a suscribir—, dado que lo que hay es una propuesta de suscribir todos los valores emitidos *ad incertam personam* que admite las suscripciones de fracciones de la emisión, esto es, hay una oferta que admite contraofertas que únicamente pueden variar los términos de la oferta genérica en cuanto a la posibilidad de suscribir una aportación de la emisión, es decir, son contraofertas que alteran el aspecto cuantitativo del objeto genérico ofrecido, lo cual significa que el oferente deja a la voluntad de cada suscriptor la fijación del número concreto de unidades que desee suscribir, sin que esto suponga una merma en el principio del carácter completo de la oferta.

(6) Pronunciándose sobre los caracteres de mercantilidad y adhesión que rigen sobre los citados contratos *vid.* ALONSO ESPINOSA, F.J.: *Asociación y derechos..., op. cit.,* p. 184; CACHÓN BLANCO, J.E.: "Las emisiones de valores negociables", en AA.VV. (dir. GIL DE MORAL, F., MOREU SERRANO, G. y PASCUAL DE MIGUEL, A.), *Contratos sobre acciones*, Ed. Civitas, Madrid, 1994, p. 26.

(7) En este sentido se pronuncia expresamente ALONSO ESPINOSA, F.J.: *Asociación y derechos de los obligacionistas..., op. cit.,* p. 183, en relación con la emisión de obligaciones cuando habla del contrato de suscripción diciendo que *"del contrato de suscripción surgen obligaciones para ambas partes: el obligacionista se obliga a entregar al emisor el valor de los títulos suscritos en las condiciones aceptadas, el emisor, por su parte se obliga a entregar al suscriptor los valores mobiliarios correspondientes a la cantidad suscrita, a pagarlos al vencimiento y a satisfacer el rendimiento en las condiciones pactadas"*.

vo [8], que en su conjunto conforman un negocio jurídico complejo del mercado de valores entre una persona o entidad y una pluralidad de inversores [9], al ser la relación jurídica entre el emisor y el inversor individual e independiente de las relaciones del emisor con los demás inversores, y no quedar la perfección de los singulares contratos de suscripción condicionada por la aceptación de los restantes inversores —salvo en lo referente a la definición de un límite mínimo de valores a aceptar, que no se constituye como objeto del contrato sino que simplemente resulta una condición que se superpone a las aceptaciones de cada inversor—.

Junto a las emisiones de valores, también integran las operaciones del mercado primario las ofertas públicas de venta de valores (en adelante OPVs), aunque *a priori* no se podría considerar que formasen parte de aquel mercado al tratarse de un negocio jurídico de venta de valores ya emitidos con cotización o no en un mercado secundario oficial, que exige la previa titularidad y la plena disponibilidad de éstos, así como una decisión de venta por parte de los oferentes que la efectúan [10], en aras de su financiación o de otro objetivo económico financiero [11], que darán origen a su poste-

---

(8) En esta misma línea se pronuncia TAPIA HERMIDA, A.J.: "Art. 4. Criterios de homogeneidad", *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas*..., *op. cit.,* p. 80, al señalar que nos encontramos ante contratos que ostentan un período de formación que no es instantáneo sino sucesivo, y al advertir de que sus efectos se prolongan a lo largo de la vida de los valores emitidos.

(9) Pronunciándose a favor de esta naturaleza dual *vid.* DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: "Arts. 282 al final" *op. cit.,* p. 282, y considerando —en sentido contrario— que se trata de un negocio jurídico único *vid.* RUBIO, J.: *Curso de derecho de sociedades anónimas*, Ed. Derecho Financiero, Madrid, 1964, p. 368; PETTITI, D.: *I titoli obbligazionari..., op. cit.,* p. 2; TORRES ESCÁMEZ, S.: *La emisión de obligaciones..., op. cit.,* pp. 42 y 43.

(10) A diferencia de las emisiones, en las que el emisor es una figura individualizada referida a la condición de persona jurídica [artículo 4.a) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre] y en la que su situación es coincidente con la del oferente, en las OPVs esto no siempre es así, y no ya sólo porque admiten su formulación por una pluralidad de oferentes (pronunciándose sobre tal distinción SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: "Art. 29. Requisitos exigibles", *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta... op. cit.,* p. 808) y tal condición puede ser detentada tanto por personas físicas —requiriéndose para ello la aplicación de las reglas generales sobre capacidad de obrar y en particular, capacidad para perfeccionar contratos de compraventa— como por personas jurídicas de naturaleza pública como privada, sino también porque si bien ambas posiciones pueden ser concurrentes (como es el caso de una OPV de autocartera de acciones) puede ocurrir, tal y como advierte CACHÓN BLANCO, J.E.: *Régimen jurídico de las ofertas públicas de venta de valores negociables,* Tesis doctoral, Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, 1996, p. 270, que la entidad emisora actúe como mecanismo específico de representación por cuenta de los accionistas (éste es el supuesto que ordinariamente se corresponde con las OPV de acciones previa a la admisión a cotización en bolsa), o bien que el oferente y la entidad emisora sean sujetos distintos (supuesto que normalmente se corresponde con la reprivatización de empresas públicas, en que el enajenante es el Estado u otra sociedad estatal, o que también es concurrente en el caso de OPV hostiles).

(11) De entre las funciones que se encuentran desempeñadas por las OPVs, transcendental posición ostenta su constitución, como vía de privatización de las sociedades (*vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Ordenación de los mercados de valores y operaciones de privatización", *RDBB,* núm. 73, 1999, pp. 11 a 29), así como técnica de obtención del control de una sociedad por otra o de adquisición de una posición relevante en la misma mediante la compra de significativos porcentajes de su capital social [*vid.* SECO CARO, E. y PORFIRIO CARPIO, L.: "Compraventa y contratos próximos a la compraventa. La contratación en el mercado de valores", en AA.VV. (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), *Lecciones de Derecho Mercantil,* Ed. Tecnos, Madrid, 1999, p. 413].

rior adquisición derivativa fundada en la constitución de múltiples contratos de compraventa.

Pero dado que las OPVs constituyen una técnica de distribución de un conjunto homogéneo de valores negociables procedente de un sujeto determinado y dirigida al público indeterminado *a priori* (12), permiten así configurarse como una oferta pública constitutiva de un negocio jurídico complejo que genera tantos contratos de compraventa de valores independientes entre sí como inversores la acepten, y por consiguiente atienden a participar de una característica de las emisiones, cual es la de ser una oferta pública. Así pues, y ante la necesidad de reportar los mismos niveles de información conforme al principio de igualdad de conocimiento y tutela a los inversores que en la otra modalidad de oferta pública, esto es, las emisiones, el legislador ha dispuesto a través de la regulación del mercado primario de valores un tratamiento equivalente entre ambas operaciones (13) y la aplicación del mismo régimen legal establecido como objeto de aplicación para éste de la característica común de oferta pública que comparten, entendida en el sentido de comunicación, que otorgan a las personas por cualquier forma o medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de valores (art. 30 bis.1 de la LMV y 38 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Pero además de exigírseles a las emisiones de valores y OPVs tener la consideración de oferta pública anteriormente citada (14), para que les resulte de aplicación el régimen jurídico del mercado primario de valores, según la delimitación que con

---

(12) Es decir, la oferta negocial se dirige a un público inversor genéricamente considerado o identificado por determinadas características o cualidades (tal y como indica CACHÓN BLANCO, J.E.: *Régimen jurídico de las ofertas públicas..., op. cit.,* p. 269). Caben OPVs de carácter general, dirigidas a cualquier tipo de inversores, así como OPVs de carácter específico, dirigidas a categorías determinadas de inversores que pueden definirse mediante conceptos del mercado de valores —tales como inversores institucionales, profesionales o particulares— o mediante datos adicionales —como accionista de la entidad, trabajadores, jubilados, etc.—, pero especificando aquellos elementos que permitan su identificación genérica y quedando determinado *a posteriori* dentro del colectivo de los aceptantes de la oferta.

(13) En efecto, hoy en día el tratamiento otorgado a las emisiones y OPVs es de plena analogía. Esto se manifiesta en que ya no tienen preceptos legales propios, son definidos de un modo conjunto en el mismo artículo, se aplica por igual y sin razón de distingo el mismo régimen jurídico y se utiliza a lo largo del articulado la fórmula *"ofertas públicas de venta o suscripción"* para englobar conjuntamente a ambas operaciones.

(14) En función de lo establecido por el artículo 38.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, no tendrán la consideración de oferta pública las ofertas de valores:

a) Dirigidas exclusivamente a inversores cualificados.
b) Dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados.
c) Dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.
d) Cuyo valor nominal unitario sea de, al menos, 50.000 euros.
e) Cuyo un importe total sea inferior a 2.500.000 euros, límite que se calculará en un período de 12 meses.

respecto a su ámbito de aplicación realiza el artículo 2 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, España tendrá que ser el Estado miembro de origen de éstas por darse alguna de las siguientes circunstancias:

En primer término, cuando se trate de valores no participativos cuyo valor nominal unitario sea de al menos 1.000 euros y de valores no participativos que den derecho a adquirir cualquier valor negociable o a recibir un importe en efectivo como consecuencia de una conversión o del ejercicio de los derechos que confieren, siempre que el emisor de los valores no participativos no sea el emisor de los valores subyacentes o una entidad perteneciente al grupo de dicho emisor, si el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión designa España como Estado miembro de origen (15).

En segundo lugar, cuando se trate de valores participativos (16) o no participativos distintos de los anteriores, si el emisor tiene su domicilio social en territorio español, o cuando el emisor esté domiciliado en un Estado no miembro de la Unión Europea, si el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión designa España como Estado miembro de origen (17).

Ahora bien, cuando estos emisores u oferentes apelan al ahorro público, tienen que hacer frente a una serie de riesgos (18).

El primero de los riesgos, denominado como riesgo de espera (*waiting risk)*, se produce por el mero transcurso del tiempo entre el momento en que el emisor u oferente detecta sus necesidades de información, diseña y prepara la operación, cumple con las formalidades legales y administrativas necesarias y procede al lanzamiento de la oferta pública, dado que durante ese tiempo el mercado puede haberse deteriora-

---

(15) Para que España pueda ser designada como Estado miembro de origen para este supuesto será necesario, según el artículo 2.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, bien que el emisor tenga su domicilio en territorio español, bien que los valores hayan sido admitidos a negociación o vayan a serlo en mercados secundarios oficiales españoles, o bien que los valores se ofrezcan al público en territorio español.

(16) Son valores participativos, según el artículo 4 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, las acciones y valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor. Los valores no participativos son definidos en sentido negativo en el mismo precepto legal, esto es, por reunir los requisitos que permitan considerarlos como participativos.

(17) Para que España sea designada como Estado miembro de origen para este supuesto será necesario, según el artículo 2.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, bien que los valores se hayan ofertado al público por primera vez en territorio español después del 31 de diciembre de 2003, bien que se haya solicitado su admisión a negociación en un mercado secundario oficial español por primera vez.

(18) Para la exposición de éstos seguimos a FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo", *Cuadernos de la RDBB,* núm. 2, 1995, Ed. Edersa, Madrid, pp. 21 a 23; id.: "Art. 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *Régimen jurídico de las emisiones..., op. cit.,* p. 870.

do radicalmente por razones políticas, económicas o de otra índole que impidan llevar a cabo la operación programada.

El segundo de los riesgos, calificado como riesgo de determinación del precio de salida de la emisión u oferta (*pricing risk)*, se origina no sólo por la complejidad técnica de la valoración —especialmente si los valores emitidos no cotizan en un mercado secundario—, sino también por el conflicto que ostenta el emisor u oferente entre obtener, por un lado, el precio mas alto posible, y ofrecer, por otro, una buena oportunidad de inversión para que los valores se coloquen en el mercado.

Finalmente, y como tercero y último de los riesgos, se configura un riesgo de comercialización o distribución de la emisión (*marketing risk)* que se manifiesta, no ya sólo por la falta de acceso al público mediante una buena red de distribución, sino también por la carencia de conocimientos y experiencia para comercializar de una forma atractiva la operación.

No obstante, los emisores u oferentes pueden protegerse de tales riesgos solicitando, en base al principio de libertad de colocación, la colaboración de uno o varios intermediarios financieros para que intervengan en la preparación o en el proceso de colocación de sus valores, así como para que garanticen el resultado económico de la operación.

Así pues, es precisamente en relación con la prestación de esta última actividad, y de tal forma, en torno al contrato de aseguramiento de las emisiones y OPVs, donde ubicamos nuestro ámbito de estudio, y ello con la intención de esclarecer cuál es la relación jurídica que viene a conformar al citado contrato de entre las relaciones mantenidas entre el emisor u oferente y los intermediarios durante el proceso de colocación, así como con el objetivo de determinar, ante la atipicidad que este negocio jurídico ostenta, cuál es el régimen jurídico que le resulta de aplicación, las obligaciones que son susceptibles de generar, el ámbito de responsabilidades que pueden producir, además de cómo se produce la extinción de éste.

II. CONCEPTO E IMPLICACIONES JURÍDICAS DEL CONTRATO DE ASEGURAMIENTO

En algunos casos, la colocación puede prolongarse excesivamente en el tiempo retrasando la disponibilidad de los recursos pretendidos con la oferta pública. En otros supuestos, la realización de tal actividad puede resultar incompleta, por lo que se impediría de tal forma el cumplimiento de los objetivos de financiación o de difusión establecidos con anterioridad a la cotización en los mercados secundarios, y por lo que se podría llegar a la circunstancia de que finalmente se pudiese desviar la atención primordial del emisor u oferente hacia tareas ajenas a las de su propio giro o tráfico, en las que carecen de experiencia.

Como consecuencia de lo anterior surge el aseguramiento de la colocación (*underwriting),* dirigido a conseguir reducir o eliminar los riesgos inherentes de la colocación, al desplazarlos hacia unas entidades que, al prestar tal función, asumen el compromiso de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV,

desde la obligación de adquirir por cuenta propia y al precio fijado por el emisor u oferente (precio de aseguramiento) los valores que el público inversor no se hubiese apropiado durante el periodo de adquisición de la emisión u OPV, y que impiden cubrir de tal forma el número total de los que constituyen la oferta pública o parte de éstos [19].

Ahora bien, estas connotaciones no permiten conformar con ello aún una conceptuación plena sobre el contrato de aseguramiento, dado que se requiere para tal propósito, además de la necesidad de efectuar unas concreciones sobre él dirigidas a establecer su individualización en el proceso de colocación de las emisiones u OPV, su identificación como pacto accesorio o contrato independiente con respecto al de colocación al que garantizan, así como su diferenciación con respecto a otras prestaciones con las que pueden detentar ciertas analogías o resultar equívocas, y todo ello con el condicionante de que, si bien desde el derogado Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, anteriormente se procedía a conceptuar legalmente a las entidades colocadoras y aseguradoras [20], y de tal forma pues había base normativa para afrontar tales cuestiones y conformar la conceptuación del contrato analizado, hoy en día las únicas referencias que el legislador efectúa son a efectos de reservar legalmente la prestación del servicio a favor de las empresas de servicios de inversión [arts. 62.1 y 2 y 63.1.e) y f) de la LMV] [21], para permitir a los intermediarios que presten tal actividad la difusión al público de la publicidad relativa a la emisión u OPV (art. 28 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), con la finalidad de que se indique en el folleto informativo de una emisión u OPV la identidad de la entidad que presta tales funciones (art. 2.1 de la Orden Ministerial 3537/2005, de 10 de noviembre, y anexos VII y X del Reglamento núm. 809/2004, de la Comisión de 29 de abril de 2004), en referencia a la exigencia de entrega del documento contractual referente a la actividad colocadora o

---

(19) En efecto, pese a no reconocerse de forma expresa desde el art. 63.1.f) de la LMV el carácter parcial que puede tener el compromiso de aseguramiento (que sí aparecía reconocido con anterioridad a la reforma procurada por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, desde el art. 30.2 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo —hoy en día derogado por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre— al indicarse que la asunción de la prestación aseguradora podría serlo de *"la totalidad o de parte de los valores")*, estimamos, en la misma línea en que se pronuncia VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas en el mercado de valores,* Ed. Universidad de Jaén, Jaén, 2000, p. 113, que la supresión de tal expresión no ha de significar la observancia de una alteración en la intención del legislador en relación con el mantenimiento de la diferencia de amplitud que pueda tener el compromiso de aseguramiento.

(20) En efecto, desde el art. 30 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, se establecía la consideración de que se entendería por entidad colocadora *"toda entidad que medie, por cuenta del oferente, en la distribución al público de los valores, con o sin compromiso de aseguramiento o adquisición",* e indicaba además que no tendrían tal consideración las que *"realicen únicamente actividades de mera gestión de pagos o desembolsos, custodia de valores, mantenimiento de registros u otras análogas"*. Igualmente, también se procedía desde el art. 32 de la citada disposición normativa hoy derogada a indicar expresamente que asumían la condición de entidades aseguradoras *"las que asuman frente al emisor u oferente el compromiso de garantizar el resultado económico de la operación frente al riesgo de colocación"*.

(21) En base al art. 65.1 de la LMV, se establece una excepción a esta reserva legal al permitir a las entidades de crédito la prestación de tales servicios de inversión siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habilite para ello.

aseguradora prestada a los emisores u oferentes (art. 7.1 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995), así como en atención a precisar determinadas consecuencias jurídicas de la actuación aseguradora en materia de ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante OPAs), y de recursos propios de las entidades financieras.

Así las cosas, y con el ánimo de búsqueda de una completa noción sobre el concepto del contrato de aseguramiento de las emisiones y OPVs, como primera cuestión se plantea la necesidad de proceder a su individualización en el procedimiento de colocación. Esta circunstancia se debe a que cuando desde el art. 63.1.e) de la LMV se hace referencia al servicio de colocación en el sentido de colocación de instrumentos financieros, *"se base o no en un compromiso firme"*, no se está teniendo con ello en cuenta a efectos de su identificación por el legislador para la reserva de la actividad el hecho de que el resultado final del proceso comercializador haya sido alcanzado o no, esto es, si se procede a concluir con éxito o no la suscripción de emisiones u OPVs.

Como consecuencia de ello, se podría considerar que nos encontramos ante un concepto genérico de la función colocadora con el que se hace referencia a una actuación en el proceso de comercialización en masa al público y que, si bien integra la realización de los actos de promoción necesarios o indispensables para la búsqueda de contactos con los inversores, no se agota en ella. Esta circunstancia se debe a que permite englobar a la actividad aseguradora al no supeditarse tal comentada disposición legal a que la realización de la actividad suponga desenvolver una prestación o concluir un resultado. Pero además, también lo anterior se justifica puesto que posibilita incluir a otra serie de actuaciones que si bien no pueden ser denominadas técnicamente como de colocación, es decir, las previas actividades dirigidas a la definitiva preparación en el mercado de una emisión u OPV, son de indudable importancia para lograr su éxito [22].

Pero, aun cuando partimos de tal mención genérica del proceso de distribución al público, la identificación de la actividad aseguradora en el procedimiento de colocación permite resolverse desde el entendimiento de que el contrato de colocación no conforma desde el citado art. 63.1.e) de la LMV aún su delimitación plena, dado que requiere además de las concreciones que sobre ella se pueden facilitar a través de otras menciones.

En efecto, esta circunstancia se produce dado que, cuando desde el art. 2.1 de la Orden Ministerial 3537/2005, de 10 de noviembre, se viene a indicar que el contenido de los distintos tipos de folletos deberá ajustarse a los modelos incluidos en el Regla-

---

[22] Esta deducción permitiría explicar por qué cuando el legislador procedió a enunciar los servicios de inversión reservados a las empresas de servicios de inversión no atendió a incluir junto a las operaciones de colocación y aseguramiento a las demás actividades necesarias para su definitiva preparación en el mercado, y así pues, a las de dirección, por considerarlas ya implícitas en el ámbito de aquélla. En este sentido *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "La responsabilidad civil de las entidades colocadoras...", *op. cit.,* p. 69, y ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado..., op. cit.,* p. 619.

mento (CE) núm. 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en estos se hace mención a la necesidad de indicar el nombre y la dirección de las entidades colocadoras y aseguradoras. Pero además procede a la identificación de éstas en base a la función prestada, concretando que serán colocadoras las que acuerden colocar la emisión *"sin compromiso firme o con un acuerdo de mejores esfuerzos"*, y entendiendo que adoptarán la condición de aseguradoras las que acuerden asegurar la emisión *"con un compromiso firme"* [Anexo VII, apartado 5.4, y Anexo X, apartado 29.4.3, del Reglamento (CE) núm. 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004].

Así las cosas, se permite constatar que el contrato de colocación es una actividad donde su función no queda supeditada al hecho de que su realización tenga éxito por haberse realizado contratos de suscripción o compra de los valores emitidos u ofertados, sino a la circunstancia de desarrollar el mandato de promover la colocación de forma diligente y profesional desde la búsqueda de contactos con los inversores.

Pero además se faculta concluir que el contrato de aseguramiento es aquel servicio por el que se asume el compromiso de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV, de tal modo que no forma parte del proceso de comercialización en masa, por lo que su acometimiento no tiene lugar con carácter obligatorio, sino sólo cuando fuese expresamente pactado [23] con lo que se permite ver, así pues, una plena sintonía con la existencia de una distinta y separada mención legal de reserva del servicio que desde el art. 63.1.f) de la LMV se produce en referencia al *"aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros"* con respecto al comentado art. 63.1.e) de la LMV.

En efecto, el aseguramiento de las emisiones u OPVs no es una actividad connatural e indisolublemente unida a la distribución de los valores emitidos u ofertados dado que su realización no tiene lugar con carácter obligatorio, sino simplemente cuando el emisor u oferente solicitase sus correspondientes servicios.

No obstante, hay que advertir, además, que cuando la prestación del servicio de aseguramiento de las emisiones u OPV fuese acometida por la entidad colocadora, no puede ser entendida como conformadora de un contrato independiente con respecto al contrato de colocación, ni incluso ser constitutivas de unos contratos conexos, que conservando su propia individualidad harían que las prestaciones se quisieran y se

---

[23] En la misma línea que acontece con la actividad aseguradora, la actividad directora de las emisiones u OPVs también sólo resulta finalmente efectuada si así se acordase de forma expresa, en tanto que, si bien partíamos de un concepto de entidad colocadora pronunciado en sentido amplio, desde la definición de entidad directora que otorga el art. 35 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se viene a considerar que tal posición no aparece si no hay un mandato expreso.

pactasen conjuntamente fundamentados en la existencia de una conexión jurídicamente relevante constituida en la vinculación funcional colocadora que ostentan [24].

Ciertamente, cuando la actividad aseguradora fuese exigida de una forma expresa a la propia entidad colocadora quedaría integrada en el contrato de colocación al que asegura desde su condición de obligación accesoria mediante el otorgamiento de un pacto añadido a aquél. En efecto, en este caso se permite definir como un acuerdo accesorio al contrato principal de colocación por el que se posibilita añadir a tal contrato el compromiso irrevocable por parte de la entidad que acomete la función colocadora de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV, cuando el público inversor no hubiere atendido a suscribir o a comprar todos o parte de los valores que son objeto de la oferta pública acontecida.

Esto se debe a que, si bien la prestación del servicio de aseguramiento no forma parte del proceso de comercialización en masa, cuando la misma entidad prestase la función colocadora y aseguradora conjuntamente, en función del concepto amplio de la actividad colocadora establecido por el art. 63.1.e) de la LMV, sí que pasa a participar de la noción colocadora por estimación expresa del legislador [25], dado que de esta forma se consigue facilitar la conformación del proceso de distribución al público como una operación económica de carácter unitario.

Ahora bien, esta estimación del legislador *a priori* podría resultar criticable.

Esta circunstancia se debe a que, en primer lugar, tal postura sería difícil de entender con la previa indicación formulada desde la indicación efectuada por el Anexo VII, apartado 5.4, y Anexo X, apartado 29.4.3, del Reglamento (CE) núm. 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, de que la prestación colocadora no está vinculada a que su realización tenga éxito.

---

[24] En efecto, dado que la existencia entre contratos de un ligamen objetivo, esto es, de un nexo funcional es el elemento esencial para apreciar la existencia de conexión (*vid.* LÓPEZ FRÍAS, A.: *Los contratos conexos. Estudio de supuestos concretos y ensayo de una construcción doctrinal,* Ed. Bosch, Barcelona, 1994, pp. 273 y 282; GIORGIANNI, M.: "Negozi giuridici collegati", *Rivista Italiana della Scienze Giuridiche,* 1937, p. 289; SCOGNAMIGLIO, R.: "Collegamento negoziale", *Enciclopedia del Diritto,* vol. VII, Ed. Giuffrè, Milán, 1961, pp. 375 y 376), se podría plantear la posibilidad de que tal vinculación fuese ostentada entre las actividades colocadoras y las aseguradoras.

[25] En este sentido *vid.* ALONSO ESPINOSA, F.J.: *Mercado primario sobre valores negociables. Un estudio en torno al RD 291/1992, de 27 de marzo,* Ed. Bosch, Barcelona, 1994, p. 244, al afirmar que el aseguramiento no es más que un grado cualificado de comercialización; RUBIO DE CASAS, M.ª G.: "Comentario al art. 18. Otros contenidos especiales del folleto", *Régimen jurídico de las emisiones..., op. cit.,* p. 412, al referirse al aseguramiento como modalidad del contrato de colocación de igual modo que ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado... op. cit.,* p. 623, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: Las ofertas públicas de venta..., *op. cit.,* p. 1306, al considerar a la actividad aseguradora como compromiso asumido por la entidad colocadora, CACHÓN BLANCO, J.E.: *Las ofertas públicas de venta de valores negociables,* Ed. Civitas, Madrid, 1997, p. 176, al estimar que se trata de una actividad comercializadora especial por cuanto la entidad aseguradora asume determinados compromisos de aseguramiento adicionales, y VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas... op. cit.,* p. 112, al indicar que nos encontramos en presencia de un compromiso complementario a la inicial función colocadora.

Pero además, y en segundo lugar, también resultaría censurable dado que se podría advertir que la actividad aseguradora no se ajusta a la colocadora al requerir una distribución entre el público de los valores difícil de observar en el caso de que fueren adquiridos por la aseguradora.

Así pues, se podría generar la consideración de que el entendimiento de la actividad aseguradora como colocadora operaría exceptuando a tales conminaciones.

Sin embargo, consideramos que esto no ha de ser así y ello puesto que:

En relación con la primera de las controversias indicadas, y así pues sobre la adecuación de la actividad aseguradora a su conceptuación como colocadora cuando es una prestación que no se encuentra indisolublemente unida a ésta, se posibilita entender que el legislador en el art. 63.1.e) de la LMV haya integrado en el concepto colocador a la prestación de la función aseguradora cuando resultase otorgada por la misma realizadora de la tarea colocadora, dado que de tal forma se advierte que si bien el acometimiento de tal prestación no tiene lugar con carácter obligatorio y sólo surge pues cuando fuese expresamente pactada, al tratarse de un compromiso de garantía de la colocación y así pues de una obligación complementaria o adicional a ella, no puede ser conformadora de un contrato independiente con respecto al de colocación, sino constitutiva de éste desde su condición de obligación accesoria a él.

En relación con el segundo de los problemas planteados, se puede advertir que lo que ciertamente se muestra es que nos encontramos ante un concepto de distribución pública que cabe ser interpretado como vía permisiva de la aplicación de la tutela de los inversores, pero no en su mera consideración como tal, sino formando parte de un ahorro difuso, y así del conjunto de una oferta general y uniforme donde sus destinatarios no resultan determinados *a priori* (26), y donde se posibilitaría acoger de tal forma a las adquisiciones efectuadas por las aseguradoras.

Pero esta relación de aseguramiento como función vinculada al contrato de colocación no ha de significar la imposibilidad de su realización por una entidad distinta de la colocadora, y que, dotada de una causa propia configurada en garantizar el resultado económico de la colocación, pasaría a constituir de tal forma a un contrato específico e independiente con respecto al contrato de colocación.

Esto se debe a que si bien no es muy frecuente y habría que plantearse la viabilidad práctica de un aseguramiento que no fuere simultáneamente colocador, jurídicamente no existe limitación expresa alguna en este sentido, es más, la ya comentada separación que desde el art. 63.1.e) y f) de la LMV se realiza de ambas actividades

(26) Pronunciándose desde una análoga interpretación con respecto a la forma pública de la distribución de los valores *vid.* VALENZUELA GARACH, F.: *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores,* Ed. Civitas, Madrid, 1993, p. 113, y COSTI, R.: "Informazione e mercato finanziario", *BBTC,* núm. 1, 1989, p. 207.

considerándolas como servicios de inversión diferentes permite entender así la admisión de tales supuestos [27].

Ahora bien, en estos casos no se vislumbra vinculación entre el contrato de aseguramiento y el de colocación proveniente desde el nexo funcional jurídicamente relevante pretendido que les confiriese la condición de contratos conexos al ser la finalidad de éste la colocación de los valores y el de aquél la de, una vez no satisfecho este fin, garantizar el resultado económico de la colocación. Pero tampoco tal relación surge desde la naturaleza jurídica del contrato de aseguramiento, al basarse en la de un contrato de garantía que en estos casos, como contrato sustantivo, carece de accesoriedad con respecto a un contrato principal en su configuración como garante de la propia conducta del obligacionista, y no de la actuación de un tercero contratante.

No obstante lo anterior, y aun cuando nos encontremos ante aquellos supuestos de contratación independiente entre sí dotada de causa propia y desprovista de relación, no podremos considerar de nuevo que el proceso de distribución al público conformador de una operación económica unitaria resultase por ello amenazado, al otorgarse desde el anexo VII, apartado 5.4 y Anexo X, apartado 29.4.1 del Reglamento (CE) núm. 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, una herramienta jurídica que desde un elemento subjetivo permite integrar la función colocadora y la aseguradora. Ésta es la entidad coordinadora, dado que viene a desempeñar el cometido de coordinar las actividades de las distintas entidades aseguradoras y colocadoras que intervienen en la operación y a las cuales viene a representar en sus relaciones con el emisor u oferente.

Pero otra circunstancia de relevancia para la identificación del contrato de aseguramiento de las emisiones y OPVs viene referida a la necesidad de establecer su distinción con respecto a otras prestaciones análogas o equívocas.

Éste es el caso del aseguramiento en firme, constituido como la adquisición inicial de los valores emitidos u ofertados por la entidad que asume la garantía y su posterior reventa entre los inversores, y que plantea controversia en referencia a su participación o no de la condición de aseguramiento financiero, y así pues sobre si viene a constituir o no una modalidad de las que integran el servicio de inversión del art. 63.1.f) de la LMV.

Ahora bien, esta circunstancia queda descartada en orden a dos consideraciones. En primer término, puesto que una característica que define a la prestación aseguradora es el carácter aleatorio en su realización, al quedar el cumplimiento de la obligación aseguradora dependiente de que los valores objeto de la emisión u OPV, no resultasen colocados entre el público inversor, y de tal forma vinculada al devenir de un aconteci-

---

[27] Concluyendo en análogo sentido *vid.* VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* p. 133, así como PEINADO GRACIA, J.I.: "Pactos de garantía en contratos de colaboración", *CDC,* núm. 18, 1995, p. 203, y CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores,* Ed. Dykinson, Madrid, 1996, pp. 13, 152 y 153, si bien desde la observancia de la originaria LMV, que en su reformado art. 71.c) y d) también procedía a efectuar la citada separación de actividades.

miento incierto, circunstancia que no acontece en el aseguramiento en firme. Y en segundo lugar, por razón de que si bien el aseguramiento en firme es una compraventa mercantil donde el beneficio obtenido se constituye por la diferencia existente entre el precio de adquisición acordado con el emisor u oferente y el precio de colocación al público inversor, tal circunstancia no acontece así en la actividad aseguradora. Esto se debe al hecho de no poderse estimar que la actividad aseguradora sea un contrato de compraventa, y ello porque aunque se podría considerar su concurrencia como condición suspensiva en relación con los valores sobrantes junto al contrato de colocación, no es así, dado que el intermediario asume la garantía de colocación de la totalidad de los valores pero no por causa de un previo contrato de compraventa, sino como consecuencia directa del contrato de garantía (28).

Ahora bien, el hecho de que la actividad aseguradora resulte un contrato de garantía tampoco debe confundir a esta prestación con respecto a cualquier acuerdo que tenga por objeto garantizar que se cumplirá toda obligación importante en referencia a la emisión u OPV, en forma de garantía, seguridad, acuerdo *"keep well",* y que resultando denominados genéricamente como garantías y a su proveedor como garante detentan un marco normativo que los regula (29).

En efecto, esta distinción se debe a que si bien la actividad aseguradora se trata de un mandato de garantía que tiene por objeto garantizar la colocación de los valores emitidos u ofertados frente a la falta de éxito de la oferta pública, aquellos acuerdos lo que comprenden es el compromiso de garantizar la obligación de reembolsar valores de deuda y/o el pago de intereses (30).

Además, tampoco el hecho de que la actividad aseguradora se fundamente en el compromiso de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV debe ser una circunstancia que impida delimitarla con respecto a otros posibles compromisos de desembolso de las acciones. En efecto, esta circunstancia se debe a que si bien la obligación de adquirir los valores objeto del aseguramiento se basa en la

---

(28) En este sentido *vid.* GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios,* Ed. Aguirre, Madrid, 1978, p. 668; VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* p. 117; PEINADO GRACIA, J.I.: Pactos de garantía..., *op. cit.,* p. 202. En sentido contrario *vid.* HOPT, K.J.: *Le banche nel mercato dei capitali*, Ed. Giuffrè, Milán, 1995, p. 24.

(29) Sobre el citado marco legal *vid.* arts. 27.1 y 3 y 28.1 y 3 de la LMV, 6, 7, 8, 10, 11 y 12 del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, por el que se transpone la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera, así como los arts. 16, 34 y 40 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

(30) Contemplando estos tipos de garantía *vid.* el folleto base de pagarés de Endesa capital S.A., inscrito en los registros de la CNMV, con fecha de 5 de marzo de 2009, así como la información inscrita en los registros de la CNMV, de 20 de enero de 2009, referida a la Administración General del Estado del Reino de España en tanto garante de emisiones de valores emitidos por entidades crediticias de acuerdo con el Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de medidas urgentes en materia económico-financiera en relación con el Plan de acción concertada de los países de la zona euro y en la Orden EHA 3364/2008, de 21 de noviembre, que desarrolla el art. 1 del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre.

ejecución de un mandato de garantía, en otros posibles compromisos de desembolso surge o bien por el ejercicio de derechos de suscripción preferente o en función de la compensación total o parcial de deudas que se detentasen frente a la sociedad (31).

Así pues, y como consecuencia de todo lo anterior, se permite definir a la actividad aseguradora como aquel servicio de inversión por el que se asume el compromiso de garantizar el resultado económico de la emisión u OPV, desde la obligación de adquirir por cuenta propia y al precio fijado por el emisor u oferente los valores que el público inversor no se hubiese apropiado durante el período de adquisición de la emisión u OPV, que impiden cubrir de tal forma el número total de los que constituyen la oferta pública o parte de éstas y que, si bien permite constituir un contrato autónomo cuando fuese conferido a una entidad que no resultase ser la prestadora de la función colocadora de la oferta pública, queda integrada en el contrato de colocación, al que asegura desde su condición de obligación accesoria al mismo cuando de una forma expresa fuese exigida a la propia entidad de crédito colocadora mediante el otorgamiento de un pacto añadido a aquél.

Ahora bien, la prestación de la citada función aseguradora también conlleva otra serie de implicaciones jurídicas.

Una de ellas viene configurada por los conflictos de intereses que pudieran generarse, dado que con la finalidad de conseguir toda la colocación de los valores objeto de la emisión u OPV, para que así pues no tenga que reportar al emisor u oferente el resultado económico de la operación, y de tal forma no haya de asumir la obligación de adquirir por cuenta propia los valores que el público inversor no se hubiese apropiado durante el período de adquisición, puede la aseguradora anteponer sus propios intereses a los de sus clientes mediante la colocación de los valores de una oferta pública en las carteras de los clientes que gestionase, forzando a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que integran su mismo grupo a que compren los valores cuya emisión o colocación garantiza la aseguradora, o presionando a las sociedades de valores de su grupo para que recomienden los valores objeto del contrato de aseguramiento, los adquieran para las carteras que gestionen o bien se abstengan de elaborar informes que los analicen de un modo negativo.

No obstante, tal controversia se puede solventar con la exigencia de las normas de conducta a las entidades que presten servicios de inversión, y así pues a la prestadora de la función aseguradora, del deber de detectar los posibles conflictos de interés existentes entre sus clientes y la propia empresa, así como de aprobar, aplicar y mante-

(31) Utilizando estos compromisos de desembolso de acciones *vid.* el folleto informativo del grupo inmobiliario Afirma inscrito en los registros oficiales de la CNMV, el 18 de diciembre de 2008.

ner una política de gestión para su aplicación a tales hostilidades que resulte eficaz y apropiada a su organización, a efectos de impedir el perjuicio de los clientes (32).

Otra de aquellas implicaciones jurídicas viene determinada porque el aseguramiento de una emisión u OPV constituye para la entidad que la presta un riesgo específico que repercute en el coeficiente de recursos propios (33), por lo que se ha previsto tanto para las empresas de servicio de inversión como para las entidades de crédito la ponderación de las posiciones aseguradas que no estuvieran colocadas en firme o no se encontrasen reaseguradas por terceros de acuerdo con unos idénticos factores de reducción a partir del día en que la entidad aseguradora estuviese incondicionalmente obligada a adquirir los valores objeto del aseguramiento por el porcentaje y el precio establecido, y sólo diferenciándose en la entidad que resulta habilitada para establecer exigencias de recursos propios para cubrir el riesgo existente desde el día de la firma del compromiso de aseguramiento hasta el primer día hábil en que se tiene que hacer efectiva la obligación incondicional de adquisición, al ser la CNMV para las sociedades y agencias de valores, y al tratarse del Banco de España en el caso de que la función aseguradora sea prestada por las entidades de crédito (arts. 11 de la Orden Ministerial de 29 de diciembre de 1992, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las sociedades y agencias de valores y sus grupos, y 4.7 de la Orden Ministerial de 30 de diciembre de 1992, por la que se establecen reglas en materia de recursos propios exigibles a las entidades de crédito y a sus grupos consolidables, y a los grupos consolidables de Entidades financieras cuya supervisión corresponda al Banco de España con el fin de incrementar la solvencia de aquéllas).

La última de las implicaciones jurídicas que es susceptible de generar el aseguramiento de emisiones y OPVs viene derivada por el hecho de que cuando la entidad prestadora de la función aseguradora hubiera tenido que hacer efectivo el compromiso de garantizar la colocación de los valores emitidos u ofertados desde la adquisición de los no colocados entre el público inversor pueden quedar en su poder acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regula-

---

(32) En efecto, de conformidad con lo dispuesto en el art. 70 quáter de la LMV, las empresas que presten servicios de inversión deberán organizarse y adoptar medidas para detectar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control; o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, frente a cada uno de los cuales la empresa mantenga obligaciones, y no considerándose suficiente a tales efectos que la empresa pueda obtener un beneficio, si no existe también un posible perjuicio para un cliente, o que un cliente pueda obtener una ganancia o evitar una pérdida, si no existe la posibilidad de pérdida concomitante de un cliente. Igualmente deberán aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de los conflictos de interés que sea eficaz y apropiada a su organización, destinada a impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes. No obstante, si las medidas adoptadas para gestionar el conflicto de interés no fuesen suficientes para garantizar que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa que preste el servicio de inversión deberá revelar previamente la naturaleza y origen del conflicto al cliente antes de actuar por cuenta de él.

(33) Exponiendo las citadas problemáticas en la que incurre la prestación de la función aseguradora *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Art. 30. Entidades colocadoras...", *op. cit.,* pp. 879, 883 y 884.

do domiciliado en la Unión Europea, pudiéndose ocasionar por ello una serie de circunstancias.

En primer término, que se generase para ellas una obligación de comunicar tanto a la sociedad afectada como a la CNMV, con arreglo al procedimiento previsto por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, así como en función a los modelos de notificación previstos en la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, la proporción de derechos de voto que quedaría en su poder cuando, como resultado de dichas operaciones, esa medida alcanzase, superase o se redujese por debajo de los umbrales del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90%.

En segundo lugar, que originase el deber de tener que deducirse de sus recursos propios las participaciones que fuesen superiores al 10% del capital en el caso de que la entidad participada fuese financiera (34), o el importe total de las participaciones en entidades de carácter no financiero o en sociedades instrumentales de éstas en que dicho valor exceda del 60% de los recursos propios de la entidad que ostente las participaciones, o bien en la parte de cada participación o suma de participaciones que exceda del 15% de los recursos propios, y sin que se pueda superar para estas dos últimas circunstancias el plazo de un año a partir de que se produjo la adquisición de los valores por la entidad antes de incluirse dicha participación en la deducción (35).

Y en tercer y último lugar, que cuando se alcanzase el porcentaje de derechos de voto establecidos en el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio (36), surgiría el deber de formular una OPA, dirigida a la totalidad del capital social y que no permitiría ejercer, entre tanto, los derechos políticos que excediesen de dichos porcentajes. Además, esta oferta deberá formularse dentro de los tres meses siguientes a la fecha de cierre de la emisión y le serán de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, lo cual permite ser valorado negativamente, dado que empuja a la entidad colo-

---

(34) Refiriéndose a la citada obligación *vid.* los arts. 13.1.c) y 89.1.e) del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, en referencia a las deducciones aplicables a los recursos propios de las entidades de crédito y sus grupos consolidables, así como en alusión a las establecidas para las empresas de servicios de inversión y sus grupos respectivamente.

(35) En efecto, esta obligación, que resulta sólo de aplicación a las entidades de crédito y sus grupos consolidables, así como a las empresas de servicios de inversión que estuviesen integradas en una entidad de crédito, efectúa la citada limitación temporal para su ejecución cuando la adquisición de la participación cualificada se produjese, tal y como menciona expresamente el art. 16. 4 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, como consecuencia del aseguramiento de una emisión de valores.

(36) A los efectos de la citada disposición normativa se entenderá que se tiene una participación de control de una sociedad cuando se alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, o bien, cuando se haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

cadora de una oferta pública con resultado fallido y que ha adquirido las acciones por un precio presumiblemente más elevado del fijado por las condiciones del mercado a que reincida en la operación (37). No obstante, tal contrariedad se puede subsanar de un modo parcial, dado que desde el art. 7. 5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, se viene a establecer que no será obligatoria la formulación de la oferta cuando, dentro del señalado plazo, se enajenase el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejercitasen los derechos políticos que excediesen de dichos valores, o bien cuando se obtuviese una dispensa de la CNMV (38).

III. NATURALEZA JURÍDICA Y RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE

Como primero de los temas susceptibles de tratamiento en cuanto al aseguramiento de emisiones y OPVs se plantea la necesidad de precisar la naturaleza jurídica de este contrato.

En este punto, varias son las alternativas que se pueden plantear como posibles. Éstas son: como compraventa mercantil, comisión de garantía, fianza, arrendamiento de obra, arrendamiento de servicio o como un contrato de seguro. Ahora bien:

En primer término, no se puede estimar que la actividad aseguradora sea un contrato de compraventa. Esto es así porque, aunque se podría considerar su concurrencia como condición suspensiva en relación con los valores sobrantes junto al contrato de colocación, ello no es así, puesto que la entidad prestadora del servicio asume la garantía de colocación de la totalidad de los valores, pero no por causa de un previo contrato de compraventa, sino como consecuencia directa del contrato de garantía (39).

En segundo lugar, tampoco permite advertirse además que la actividad aseguradora dotada de un carácter esencialmente mercantil al ser su finalidad un acto de comercio y poseer su prestador la condición de comerciante pueda ser entendida como una comisión de garantía junto al contrato de colocación. Esto se debe a que el comi-

---

(37) Formulando análogas críticas *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: "Art. 29. Requisitos exigibles...", *op. cit.,* p. 821; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Art. 30. Entidades colocadoras...", *op. cit.,* p. 878.

(38) La exención será concedida por el órgano rector del mercado de valores y, en función de lo que establece el art. 4.2 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sólo cuando se alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% y si otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

(39) En este sentido *vid.* GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios..., op. cit.,* p. 668; VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* p. 117; PEINADO GRACIA, J.I.: Pactos de garantía..., *op. cit.,* p. 202. En sentido contrario *vid.* HOPT, K.J.: *Le banche nel mercato dei capitali..., op. cit.,* p. 24.

sionista no garantiza el cumplimiento de la obligación del tercero contratante, sino que ocasiona la obligación de procurar al mandante el resultado económico previsto aunque la actividad colocadora de la emisión u OPV no haya tenido éxito, al no haberse originado contratos de suscripción o compra de los valores emitidos u ofertados, así como porque, una vez cumplido el compromiso asumido por la misma entidad prestadora del servicio, los valores no quedan bajo la titularidad del tercero, sino que se establecen en poder del comisionista (40).

De igual forma, y en tercer lugar, tampoco se puede considerar a la actividad aseguradora como una fianza, al no apreciarse una solidaridad pasiva entre el tercero contratante y el asegurador, al ser éste el único obligado, y dado que tampoco existe subsidiariedad, al no ser la falta de cumplimiento del inversor la que ocasiona la exigencia de adquisición de los valores, sino la no consecución de la colocación pretendida por el emisor u oferente (41).

En cuarto lugar, aquella actividad aseguradora no puede ser calificada como arrendamiento de obra al no realizar la entidad prestadora del servicio de inversión la adquisición en todos los casos, sino sólo en los que no se haya procedido a efectuar la colocación.

Tampoco, en quinto término, tal servicio de inversión permite ser considerado como arrendamiento de servicios, al configurarse el aseguramiento en una obligación de hacer, esto es, la compra de los valores, pero no en un contrato de prestación de servicios.

Pero ni aun en sexto y último lugar puede entenderse como un contrato de seguro, al carecerse del elemento del daño propio de éste, y así del elemento indemnizatorio definido en el art. 1 de la Ley 50/1980, de 8 de octubre, del Contrato del Seguro (42).

Así pues, la actividad de aseguramiento sólo puede interpretarse pues, desde la naturaleza jurídica de un mandato de garantía que tiene por objeto garantizar la colocación de los valores emitidos u ofertados, al atender a la búsqueda de la misma consecución económica prevista por el emisor u oferente aunque la actividad colocadora de la

---

(40) Pronunciándose en este sentido *vid.* GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios..., op. cit.,* p. 668; VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* pp. 115 y 116; CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento..., op. cit.,* p. 157, y en sentido contrario *vid.* VEGA PÉREZ, F.: Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables..., *op. cit.,* p. 562; RUBIO DE CASAS, M.ªG.: "Comentario al art. 18...", *op. cit.,* p. 412.

(41) En los mismos términos *vid.* VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* p. 119.

(42) Análogamente *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento..., op. cit.,* p. 156; PEINADO GRACIA, J.I.: Pactos de garantía..., op. *cit.,* p. 204; VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* p. 118.

emisión u OPV no haya tenido éxito al no haberse originado contratos de suscripción o compra (43).

Como segunda de las cuestiones que también es necesario abordar en atención al tratamiento de la actividad aseguradora de las emisiones y OPVs tenemos la cuestión relativa a la determinación de la disciplina jurídica que le resulta de aplicación. Esta circunstancia se debe a que, si bien a pesar de que tal servicio de inversión se presenta en el mercado como un contrato atípico al carecer de una regulación jurídica general y completa de la relación jurídica, sí que permiten contemplarse en nuestro marco normativo una serie de referencias a efectos de precisar determinadas consecuencias jurídicas sobre la actuación dirigidas a garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV. Éstas son las efectuadas con la finalidad de reservar legalmente la prestación del servicio a favor de las empresas de servicios de inversión [arts. 62.1 y 2 y 63.1.e) y f) de la LMV] (44), para permitir a los intermediarios que presten tal actividad la difusión al público de la publicidad relativa a la emisión u OPV (art. 28 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), con la intención de que se indiquen en el folleto informativo de una emisión u OPV la identidad de la entidad que presta tales funciones (art. 2.1 de la Orden Ministerial 3537/2005, de 10 de noviembre, y anexos VII y X del Reglamento núm. 809/2004, de la Comisión de 29 de abril de 2004), en alusión a la exigencia de entrega del documento contractual referente a la actividad colocadora o aseguradora prestada a los emisores u oferentes (art. 7.1 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995), así como en atención a precisar determinadas consecuencias jurídicas de la actuación aseguradora en materia de ofertas públicas de adquisición de valores y de recursos propios de las entidades financieras ya comentadas con anterioridad.

IV. ELEMENTOS DEL CONTRATO: PERSONALES, FORMALES Y REALES

La especialización es una característica de las actividades financieras y, como tal, el contrato de aseguramiento de emisiones y OPV revela una reserva en su prestación en favor de determinadas entidades financieras.

Así pues, y frente al garantizado, elemento personal del contrato configurado en torno a la figura del emisor o del oferente (45), se sitúa el asegurador financiero, que

---

(43) En este sentido nos adherimos a la línea doctrinal iniciada por GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios..., op. cit.,* p. 667, y seguida por FERNÁNDEZ ARMESTO, J. y DE CARLOS BELTRÁN, L.: *El derecho del mercado financiero,* Ed. Civitas, Madrid, 1992, p. 593; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado..., op. cit.,* p. 623; CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento... op. cit.,* p. 158, y VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* pp. 113, 116 y 117.

(44) En base al art. 65.1 de la LMV, se establece una excepción a esta reserva legal al permitir a las entidades de crédito la prestación de tales servicios de inversión siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habilite para ello.

(45) Recuérdese en este punto lo ya indicado con respecto al emisor y al oferente en las respectivas notas 2 y 10 del presente trabajo.

podrán ser, en su condición de sujetos del mercado propios o principales, las sociedades de valores (arts. 64.2 de la LMV y 6.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), así como las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, bien mediante la apertura de una sucursal en territorio español, o bien en régimen de libre prestación de servicios, y siempre y cuando la autorización, los estatutos y el régimen jurídico de la entidad le hubiesen habilitado para el ejercicio de la actividad (art. 71 bis.1 de la LMV). Igualmente, cuando tal servicio pueda ser prestado por una empresa de servicios de inversión no comunitaria en su país de origen, estará facultada para acometerlo en territorio nacional mediante la apertura de una sucursal o en régimen de libre prestación de servicios cuando obtenga, en función de lo previsto en el art. 54 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV.

Pero también, y en su categoría de intermediarios no propios del mercado de valores pero que resultan legitimados para operar como excepción a la reserva legal en aras de permitirse un régimen basado en el principio de exclusividad pero no dotado de naturaleza excluyente, también podrán ser aseguradores financieros los bancos, cajas de ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro y las cooperativas de crédito [46], siempre que sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello (art. 65.1 de la LMV).

De la misma manera, y dado que el aseguramiento de las emisiones y OPVs resulta incluido en su apartado j) de entre las actividades enumeradas en el art. 52 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito que son objeto del mutuo reconocimiento comunitario [47], las entidades de crédito

---

[46] Si bien en la redacción originaria del art. 76.4 de la LMV las cooperativas de crédito no podían realizar la actividad de aseguramiento de emisiones y OPVs, a partir de la reforma introducida por el art. 32 de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y al no hacerse ya mención sobre tal limitación, sí que pueden atender a su ejercicio.

[47] El art. 52 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, indica que, junto a ésta, se benefician de un reconocimiento mutuo dentro de la Comunidad Europea no ya sólo las actividades de captación de depósitos, de préstamo y crédito, sino también las de factoring con o sin recurso, las de arrendamiento financiero, las operaciones de pago —con inclusión entre otras de los servicios de pago y transferencia—, la emisión y gestión de medios de pago, la concesión de avales y garantías y suscripción de compromisos similares, la intermediación en los mercados interbancarios, las operaciones por cuenta propia o de su clientela que tengan por objeto valores negociables, instrumentos del mercado monetario o de cambios, instrumentos financieros a plazo, opciones y futuros, la participación en las emisiones de valores y mediación por cuenta directa o indirecta del emisor en su colocación, el asesoramiento y prestación de servicios a empresas en la estructura de capital, estrategia empresarial, adquisiciones, fusiones y materias similares, la gestión de patrimonios y asesoramiento a sus titulares, la actuación por cuenta de sus titulares como depositarios de valores o como administradores de valores, la realización de informes comerciales y el alquiler de cajas fuertes. Así pues, el citado artículo denota la presencia del principio de desespecialización, al reproducir una lista de actividades muy similar a la otorgada por la 2.ª Directiva de coordinación bancaria 89/646/CEE, de 5 de diciembre, dirigida a la configuración de un modelo universal de entidad con facultades para que en otro Estado miembro se puedan realizar actividades tanto crediticias como ajenas a la tradicional, si bien con la advertencia de que la autorización otorgada en España para crear entidades de crédito locales no está condicionada a que se tengan que recoger todas las actividades citadas, además de que no se trata de una enumeración exhaustiva, puesto que faltan actividades que las entidades pueden realizar, si bien no quedarían sometidas al principio del mutuo reconocimiento, como es el caso de la actuación en el mercado de seguros.

autorizadas en otro Estado miembro de la Comunidad Europea también pueden prestar tal función, ya sea mediante apertura de sucursal o en régimen de libre prestación de servicios (48). Asimismo, y siempre y cuando se observase lo previsto en el art. 8 del Real Decreto 1144/1988, de 30 de septiembre, también las sucursales de entidades de crédito extranjeras establecidas en nuestro territorio nacional podrán atender a la realización del servicio.

Así pues, quedan inhabilitadas para la prestación de tal servicio de inversión por no encontrarse autorizadas expresamente para ello, y debido a criterios cualitativos respecto de su actividad —por considerar de tal forma el legislador que existe un mayor riesgo económico en la realización de la actividad—, las agencias de valores (arts. 64.3 de la LMV y 6.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), las sociedades gestoras de cartera (arts. 64.4 de la LMV y 6.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), las empresas de asesoramiento financiero (arts. 64.5 de la LMV y 6.4 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero) y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (arts. 65.2 de la LMV, 40 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 64 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) (49).

Pero además, tampoco podrán realizar funciones de aseguramiento de emisiones y OPVs, por razones de especialidad, las instituciones de inversión colectiva (arts. 1, 3 y 9 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 2.1 y 6.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4

---

(48) *Vid.* arts. 53 y 54 de la Ley 26/1988, de 29 de julio.

(49) De esta forma, seguimos la tesis argumentada por CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento..., op. cit.,* p. 164, en aras de interpretar la intención restrictiva del legislador en la habilitación para la prestación del servicio de aseguramiento de emisiones y OPVs, ante la observancia de las ostensibles diferencias que detentan tales entidades en su capital mínimo acreditador de solvencia con respecto a las que sí resultan legitimadas para su realización. En efecto, para las sociedades de valores el capital mínimo acreditador de su solvencia es de 2.000.000 de euros [art. 15.1.a) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero] para los bancos y las cajas de ahorro es de 18.030.363,13 euros (art. 2.1 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio y disposición adicional 2.ª del Real Decreto 1245/1995 de 14 de julio, que modifica el art. 4 del Real Decreto 1838/1975, de 3 de julio), y para las cooperativas de crédito se establece en función del ámbito territorial y del total de habitantes de los municipios comprendidos en dicho ámbito, concretando el art. 3 del Real Decreto 84/1993 —según la redacción dada en la disposición adicional 3.ª del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio— que será de 1.051.771,18 euros si actúan en municipios de menos de cien mil habitantes, 3.606.072,63 euros si la actuación excede de una Comunidad Autónoma o 4.808.096,84 euros si su actuación excede del ámbito de una Comunidad Autónoma, o actúan en Madrid o Barcelona. Ahora bien, por lo que respecta a las agencias de valores es de 500.000 euros si pretenden adquirir la condición de miembro de un mercado secundario o adherirse a sistemas de compensación y liquidación de valores, de 300.000 euros cuando no incluyan en su programa de actividad la custodia de instrumentos financieros ni la recepción de fondos del público, o 120.000 euros o un seguro de responsabilidad civil profesional, o una combinación de ambas, cuando únicamente estén autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes [art. 15.1.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero]. Con respecto a las sociedades gestoras de carteras, su capital social no podrá ser inferior a 100.000 euros [art. 15.1.d) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero]. En referencia a las empresas de asesoramiento financiero el capital inicial deberá ser de al menos 50.000 euros [art. 22.1.i) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero], mientras que en alusión a las sociedades gestoras de institución de inversión colectiva el capital inicial se sitúa en 300.000 euros [art. 70.1.a) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre].

de noviembre) (50), así como los establecimientos financieros de crédito y las entidades de dinero electrónico, y ello puesto que si bien éstas participan del amplio término de entidad de crédito enunciado por el art. 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, al que el art. 65.1 de la LMV hace referencia en general para otorgar la habilitación que les permita prestar todos los servicios de inversión y auxiliares previstos en el art. 63 de la LMV, su régimen específico no les autoriza para la realización de tal función (arts. 1 del Real Decreto 696/1996, de 26 de abril, reguladora del régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito, y 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de reforma del sistema financiero).

Así las cosas, cuando una entidad sin la debida habilitación prestase el servicio de aseguramiento de emisiones u OPVs se producirán responsabilidades administrativas, dado que tal actuación se encuentra tipificada como infracción muy grave del mercado de valores si su prestación fuese acometida de una forma habitual [art. 99.q) de la LMV], o como infracción grave en el caso de la no reiteración en su realización [art. 100.o) de la LMV], y por ello se aplicarán al infractor las consiguientes sanciones muy graves (art. 102 de la LMV) y graves (art. 103 de la LMV), respectivamente, pero sin implicar tal circunstancia la nulidad del contrato.

Como segundo de los elementos del contrato que proceden a su análisis se sitúa el formal. En este ámbito, 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 (51), a través de las normas de ordenación y disciplina de la actividad profesio-

(50) Si bien las instituciones de inversión colectiva en función del régimen específico que les resulta de aplicación no se encuentran habilitadas para la realización de tal función pero sí que pueden adquirir valores procedentes de personas que sí están capacitadas para realizar el servicio de aseguramiento, y con las que pueden tener una vinculación por razón de la función de depositario que prestan o por el cargo de dirección o administración que desarrollan en la institución o por una persona interpuesta, desde los arts. 67 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 99 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se viene a establecer expresamente que cuando tal adquisición procediese de alguna de las citadas personas y éstas actuasen como asegurador, a efectos de que la operación sea realizada en interés exclusivo de la institución de inversión colectiva y a precios o en condiciones de paridad del mercado, el legislador prevé que deban cumplirse unos requisitos. Éstos son:

a) Que la sociedad gestora disponga de un procedimiento interno formal, recogido en su reglamento interno de conducta, para cerciorarse de que la operación vinculada se realiza en interés exclusivo de la institución de inversión colectiva.

b) Que la sociedad gestora informe, en los folletos y en la información periódica que las instituciones de inversión colectiva publiquen, sobre los procedimientos adoptados para evitar los conflictos de interés y sobre las operaciones vinculadas realizadas.

c) Que la comisión u órgano interno a que se refiere el párrafo anterior informe al consejo de administración, al menos una vez al trimestre, sobre la operación vinculada realizada.

La confirmación de que estos requisitos se cumplen deberá ser adoptada por una comisión independiente creada en el seno del consejo de administración de la gestora o, alternativamente, por un órgano interno.

(51) 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", *RDBB,* núm. 60, 1995, p. 1167; id.: "La protección de la clientela en el mercado de valores", *RDBB,* núm. 63, 1996, p. 529.

nal de los intermediarios financieros desarrollada en el mercado de valores se viene a requerir en la realización de tal operación una exigencia de entrega del documento contractual de forma *ad probationem* (52) debidamente suscrito por las partes (53), y al que se le hace observar además un contenido mínimo (54).

Ahora bien, lo anterior suscita la controversia relativa a si tal exigencia de entrega del documento contractual vendría a alterar la regla de la consensualidad común en nuestro derecho de obligaciones y contratos (art. 1.278 del Cc), y ello porque que la disposición que requiere tal forma de actuación viene contemplada desde un art. 7.1 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 que dota de la pertinente habilitación normativa para operar.

En efecto, es cierto que desde una disposición de rango legal se habilita al Gobierno para que pueda dictar normas que establezcan que las relaciones entre los miembros del mercado y terceros se formalicen en contratos por escrito, suscritos por las partes y con entrega de un ejemplar (art. 44.1 de la LMV), y que a su vez también se le legitima para que delegue en favor del Ministro de Economía y Hacienda el desarrollo de la normativa dirigida a aplicar tales requerimientos (art. 44.2 de la LMV).

No obstante, lo anterior no debe impedir observar que tal disposición se elabora en torno al ámbito del sujeto que presta la actividad, esto es, con el fin de otorgar la disciplina reguladora del ejercicio de una actividad profesional, y no con el de norma-

---

(52) En efecto, en función del art. 7.1 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 se viene a reconocer esta exigencia de entrega del documento contractual en los casos en los que así lo solicite el cliente, 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, considerándose como tales, en base a los establecido por el art. 2.4.b) de la Circular de la CNMV 1/1996, de 27 de marzo, *"aquellas operaciones y servicios que se presten a emisores de valores en relación con dichas emisiones, tales como el aseguramiento, colocación, ofertas públicas de adquisición o venta o prestación del servicio financiero de las mismas"*.

(53) En función del art. 7.2 y 3 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, se viene a reconocer un deber de entrega del documento contractual junto al que tendrá que facilitarse una copia de las tarifas de comisiones y gastos repercutibles, así como las normas de disposición que resulten de aplicación a la operación. Además, también se establece el deber de las entidades de retener y conservar copia firmada por el cliente de los citados documentos contractuales durante un plazo de seis años, así como de conservar el recibí del cliente de la copia del documento que le haya sido entregada.

(54) En base al art. 7.4 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, se procede a establecer tal contenido básico, en virtud del cual se tendrá que hacer referencia a:

a) Las partes obligadas.
b) El conjunto de obligaciones a las que se comprometan las partes.
c) Los conceptos y periodicidad, en su caso, de la retribución.
d) La información que la entidad deberá remitir al cliente, su periodicidad y forma de transmisión.
e) Las cláusulas específicas con respecto a la rescisión y modificación de las partes.
f) Las cláusulas de responsabilidad en caso de incumplimiento por alguna de las partes.
g) El sometimiento de las partes a las normas de conducta y requisitos de información previstos en la legislación del mercado de valores.

tivizar el contenido del contrato. Así pues, al estar dada esta exigencia en el marco de la ordenación y disciplina de las entidades que prestan servicios de inversión, no vendría a alterar la naturaleza del contrato.

Ahora bien, esta circunstancia acontece sin perjuicio de que su posterior inobservancia, además de tener repercusiones de tipo administrativo por tratarse de la infracción de reglas disciplinarias (55), venga a tener una incidencia sobre el contrato, lo que permitiría de tal modo que la exigencia de resarcimiento de los daños procurados al emisor u oferente como consecuencia de una completa falta de ejecución de lo que es debido o por su realización de una forma defectuosa pueda ser reclamado a través una acción civil de responsabilidad contractual y, como consecuencia de ello, que se posibilite erigir a las normas de documentación contractual en un mecanismo jurídico de protección de aquél.

En efecto, si bien tal hecho no puede producirse de una forma directa, al no estar dirigida la normativa a la regulación de la relación jurídica, sí que se origina de un modo indirecto, en tanto que con su contravención también se vulneraría la normativa general de los contratos.

Esta situación se ocasiona porque su contravención genera una actuación del profesional no ya sólo desprovista de buena fe, sino también porque tal hecho puede incidir en el consentimiento de los contratantes. Esto se debe a que, si bien la transparencia y la certeza de la posición jurídica del emisor u oferente al que se trata de atender mediante esta exigencia de entrega documental 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.

Como último de los elementos integrantes del contrato objeto de estudio a efectos de su determinación se sitúan los elementos reales integrados por la actividad que desarrolla el asegurador financiero, y de tal forma, por el compromiso de garantizar el resultado económico de la emisión u OPVs, desde la obligación de adquirir por cuenta propia y al precio fijado por el emisor u oferente los valores que el público inversor no se hubiese apropiado durante el período de adquisición de la emisión u OPV, que impiden cubrir de tal forma el número total de los que constituyen la oferta pública o parte de éstas.

Pero además, también forman parte de aquellos el precio de aseguramiento en la misma proporción que se hubiese establecido en el contrato, y en su defecto con arreglo a los usos mercantiles, esto es, desde la observancia de comisiones análogas por servicios anteriores prestados al mismo emisor u oferente, o a otros emisores u oferentes en el mismo momento de tiempo, etc. (56).

---

(55) Sobre las sanciones administrativas aplicables por la inobservancia de las normas de documentación contractual *vid.* los arts. 99.l), 99.p), 99.z) bis y 100.m) de la LMV.

(56) Atendiendo a la observancia de las citadas formas de fijación de la retribución a efectuar en defecto de acuerdo expreso *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección..., op. cit.,* p. 171.

V. CONTENIDO DEL CONTRATO

1. Obligaciones asumidas por la entidad aseguradora

a) Procedentes de la normativa jurídico-general del mercado de valores

En el derecho del mercado de valores existen un conjunto de normas que, diseminadas a lo largo de la LMV, en su Título IV, V y VII, en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero (57), en la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 (58), así como en las Circulares de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre, sobre registros de operaciones y archivo de justificantes de órdenes (59), y 1/1996, de 27 de marzo, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del mercado de valores (60), contienen una serie de mandatos que, denominados como normas de actuación (61), surgen en torno al ámbito del sujeto que presta la actividad en el mercado de valores, dirigiendo su comportamiento como contrapeso del proceso de liberalización del sistema financiero, con el fin de otorgar la disciplina jurídica reguladora del ejercicio de una actividad profesional.

Esta esfera de intervención se especifica en torno a la exigencia a la entidad aseguradora de determinadas obligaciones, que denominadas como normas de relación con la clientela se ubican en el seno del negocio jurídico que celebra con el emisor u oferente en la prestación del compromiso de garantizar el resultado económico de la emisión u OPV, a efectos de concretar en función de las especialidades del mercado, exigencias de tutela ya proyectadas desde la normativa general de los contratos, de protección del consumidor, o la materializada a la luz del principio de buena fe que ha de presidir todos los negocios jurídicos. Éstas son:

---

(57) El presente Real Decreto vino a derogar el 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.

(58) La presente Orden Ministerial resultó modificada por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, que derogó sus secciones 3 y 5.

(59) 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.

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

(61) Pronunciándose sobre la noción de normas de actuación *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J.: "Las normas de protección de la clientela...", *op. cit.,* p. 1161; id.: "Las normas de actuación en el mercado de valores (primeras reflexiones sobre el Real Decreto 629/1993)", *RDBB,* núm. 50, 1993, pp. 317, 318 y 326 a 328; id.: *Derecho del mercado de valores..., op. cit.,* pp. 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 y parabancarios,* Ed. Lex Nova, Valladolid, 1998, p. 1018.

1.ª La obligación de procurarle al emisor u oferente, como cliente potencial (62), un conocimiento general sobre las condiciones que resultarán de aplicación en la prestación de la actividad aseguradora ofertada con el fin de que aquél pueda efectuar una comparación efectiva y optar por la entidad y el servicio que mejor sirva a sus intereses, además del deber de hacer llegar tal información en el momento, lugar y forma adecuados, para que se puedan producir los efectos pretendidos.

De esta forma, el régimen informativo precontractual a aplicar por la entidad aseguradora vendrá determinado, en primer término, 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 (63).

Pero también, y en segundo lugar, por la observancia de unas exigencias dirigidas al suministro de tales comunicaciones durante un momento concreto, esto es, con la antelación suficiente a la celebración del contrato de prestación del servicio de inversión (64), y a través de una forma determinada, es decir, en un soporte duradero, o mediante una página web (65), y todo ello junto al deber que también detenta la entidad

---

(62) En base al apartado 3 del art. 79 bis de la LMV se establece que se considerará como cliente potencial a aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes.

(63) Sobre las exigencias a incluir en las comunicaciones publicitarias dirigidas a los clientes potenciales que afectan a la entidad aseguradora *vid.* arts. 79 bis.2 de la LMV y 60, en relación a las condiciones que debe cumplir la información para que sea clara, imparcial y no engañosa; 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, en referencia a los costes y gastos asociados y 73 y 74 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en alusión a la evaluación de la conveniencia del servicio para los potenciales clientes.

(64) *Vid.* art. 62.1 y 2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

(65) En efecto, en base al art. 62.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se viene a establecer que la información exigida deberá proporcionarse en un soporte duradero [entendido como tal en base al art. 2.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, como todo instrumento que permita al cliente almacenar la información dirigida personalmente a él, de modo que pueda recuperarla fácilmente durante un período de tiempo adecuado para los fines para los que la información está destinada y que posibilite la reproducción sin cambios de la información almacenada] o, a través de una página web, y siempre que en este segundo caso no se den las circunstancias para considerarla como soporte duradero, pero que se cumplan las condiciones señaladas en el art. 3.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero; éstas son:

a) Que la provisión de la información en ese medio resulte apropiada al contexto en que la actividad entre la entidad y el cliente vaya a ser llevada a cabo.

b) Que el cliente acepte expresamente la información que se le facilita en ese soporte.

c) Que se notifique electrónicamente al cliente la dirección del sitio web y el lugar en el sitio web donde puede accederse a la información.

d) Que la información esté actualizada.

e) Que la información sea accesible de forma continua a través del sitio web durante el período de tiempo que el cliente vaya a necesitar razonablemente para examinarla.

aseguradora de recoger en el tablón de anuncios la información que se le exija poner en conocimiento de sus clientes (66). No obstante, las entidades aseguradoras quedarán exentas del deber de confeccionar un folleto informativo de tarifas que sí rige para el resto de servicios de inversión, y en el que se proceden a indicar las actividades que se tarifan, las comisiones y gastos repercutibles, así como su forma de determinación. Esta circunstancia se debe a la salvedad que la CNMV ha venido a reconocer al aseguramiento por el carácter singular que detenta, y ello sin perjuicio de que, con carácter indicativo, se puedan adjuntar gastos para el citado servicio, indicarse la forma de su determinación, o que las partes dispusieran otra cosa (67).

2.ª La exigencia de entrega del documento contractual por la entidad aseguradora relativo a la operación debidamente suscrito por las partes y al que se le hace observar además un contenido mínimo (68).

3.ª La obligación de comunicar a la CNMV, su realización y la identidad de sus clientes (69), así como de incluir en su registro de operaciones referente a todas las actuaciones que sobre valores e instrumentos financieros realicen, la actividad aseguradora acometida de forma que se pueda comprobar que han cumplido todas las obligaciones que se le imponen en relación con sus clientes emisores u oferentes (70).

---

(66) En base a los arts. 5.3, de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y 8 de la Circular de la CNMV 1/1996, de 27 de marzo, se viene a exigir a las empresas de servicios de inversión la disposición de un tablón de anuncios permanente en su domicilio social y en todas y cada una de las oficinas abiertas al público que, situado en lugar visible y adecuado, recoja la declaración de actividades de la entidad, la referencia a las competencias de la CNMV y del Banco de España en materia de protección a la clientela en los mercados de valores, haciendo mención a la posibilidad de formular sus reclamaciones ante dichos organismos, así como, en su caso, mención a la figura del "defensor del cliente", bien de la propia entidad, bien de asociaciones profesionales o mercados a los que pertenezcan, así como la existencia y disponibilidad de los folletos de emisión y ofertas públicas de venta correspondientes.

(67) *Vid.* arts. 71.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero*,* 2.3 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y 2.4.b) de la Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la CNMV.

(68) Recuérdese lo ya comentado en las pp. 106, 107 y 108 del presente trabajo.

(69) En base al art. 59 bis de la LMV se establece la obligación de que las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicarlas a la CNMV, a la mayor brevedad posible, a más tardar al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución. 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.

(70) 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, deberá incluir no ya sólo los servicios de inversión que la entidad realizase en la ejecución de un mandato genérico o específico, sino también, y tal y como es el caso de la actividad aseguradora, los compromisos que adquiriese 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].

4.ª La imposición de ciertas conductas informativas a los intermediarios que realizan el servicio de aseguramiento de emisiones u OPVs (71), durante un período de tiempo determinado y cumpliendo unos requisitos prefijados.

De esta forma es por lo que, en primer término, las normas de relación con la clientela proceden a determinar el instante, así como la frecuencia, de la comunicación de las noticias que la entidad deberá remitir a sus clientes de acuerdo con los artículos 79 bis.4 de la LMV y 63.1.f) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. En efecto, la concreción de ambas circunstancias se debe a que esta exigencia de comunicación engloba el deber de información tanto reclamado con la antelación suficiente a la prestación del servicio de inversión (art. 62.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero) (72), como requerido en el momento inmediatamente posterior a su ejecución [art. 68.1.a) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero].

Pero además, las conductas informativas reclamadas a las entidades aseguradoras también proceden a concretar una serie de aspectos esenciales dirigidos a que su utilización reporte la máxima eficiencia.

Así pues es por lo que, en primer término, se requiere que el medio utilizado para la difusión de la información a efectos de establecer una eficiente vía de comunicación con su cliente emisor u oferente sea el procurado a través de un soporte duradero (73).

---

(71) En efecto, estas exigencias informativas resultan de aplicación junto a las empresas de servicios de inversión, a las entidades de crédito, en función tanto de las menciones contempladas en los arts. 1.2.c) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero y 65.1, 78 bis.1, 79 y 79 bis.1 de la LMV, como de la remisión que la norma séptima, apdo. 3, de la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, efectúa a la ordenación prevista desde el mercado de valores para que las operaciones que efectuasen con valores o instrumentos financieros quedasen adscritas a su cumplimiento.

(72) En base al art. 62.4 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se contempla una excepción al cumplimiento de esta obligación, dado que se permite que se posponga su cumplimiento al momento inmediatamente posterior a la prestación del servicio de inversión en cuanto se trate de clientes minoristas y se den las siguientes condiciones:

a) Que el contrato, a petición del cliente, se haya celebrado utilizando un medio de comunicación a distancia que impida facilitar la información de conformidad con lo dispuesto en el art. 62.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

b) Que aunque el medio utilizado no haya sido la telefonía vocal, resultare de aplicación lo dispuesto en el artículo 7.3 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, considerando al cliente como consumidor y a la empresa como proveedor.

(73) En efecto, cuando el deber de información resulta requerido en el momento inmediatamente posterior a su ejecución se establece que es el soporte duradero —definido en base a lo establecido en el art. 2.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero— el medio que debe ser utilizado [*vid.* arts. 68.1.a), 69.1 y 70.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero]. Ahora bien, cuando la exigencia informativa resultase reclamada con la antelación suficiente a la prestación del servicio de inversión, además de reconocerse al citado soporte duradero como medio de divulgación a emplear, también se permite que se utilice una página web, siempre que en este segundo caso no se den las circunstancias para considerarla como soporte duradero, pero que se cumplan las condiciones señaladas en el art. 3.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero (*vid.* art. 62.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero).

Y en segundo lugar es por lo que se establecen una serie de exigencias en relación con su contenido, y con la intención de que los datos objeto de difusión por la entidad sean los apropiados y esenciales necesarios de conocimiento, la información suministrada deberá cumplir una serie de condiciones para que la información sea estimada como imparcial, clara y no engañosa (74). Y además, para que resulte detallada de distinta forma en función de la clasificación que se le reporte a los clientes en minoristas, profesionales y contraparte (75), a efectos de modularse el distinto grado de protección que requiere el perfil del cliente en función de su experiencia y conocimientos en relación con la operación, en aras de que no se establezcan requisitos que supongan una costosa, innecesaria e infructuosa carga tanto para la entidad como para el propio cliente (76).

---

(74) A los efectos de lo dispuesto en el art. 79 bis.2 de la LMV, desde el art. 60 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se vienen a especificar los requisitos que deberá cumplir la información para atender a tal exigencia, y por los que deberá:

— Incluir el nombre de la entidad que presta los servicios de inversión.
— Ser exacta y no destacar los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible.
— Ser suficiente y comprensible.
— No ocultar, encubrir o minimizar ningún aspecto, declaración o advertencia importantes.
— Aclarar que cuando haga referencia a un régimen fiscal particular dependerá de las circunstancias individuales de cada cliente y que puede variar en el futuro.
— Abstenerse de incluir el nombre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o de otra autoridad competente.

Además, también procede a determinar los requisitos que deberán cumplirse cuando la información compare servicios de inversión o auxiliares, instrumentos financieros o personas que presten los servicios, incluya resultados históricos de un servicio de inversión, de un instrumento financiero o de un índice financiero, incorpore resultados históricos simulados en el caso de instrumentos financieros o de índices financieros o contenga datos sobre resultados futuros.

(75) De esta forma, pues, las aseguradoras deberán clasificar a sus clientes en profesionales, cuando se presuma de aquéllos 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), minoristas —en el caso en que no sean considerados como profesionales (art. 78 bis.4 de la LMV)— y contrapartes, cuando se refieran a clientes incluidos en la clasificación dada por el art. 78 ter de la LMV o cumplan con lo establecido en el art. 58 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Así pues, se tiene para este contrato de aseguramiento en cuenta la opción del cliente minorista, dado que desde el art. 61.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se permite que las entidades aseguradoras puedan por iniciativa propia o a petición del cliente tratar como cliente profesional o minorista a un cliente que, en su defecto, podría clasificarse como contraparte elegible en virtud de lo dispuesto en el párrafo primero del artículo 78 ter.1 de la LMV, o manejar como cliente minorista a un cliente que se considere profesional en virtud de lo dispuesto en las letras a) a d) del artículo 78 bis.3 de la LMV, correspondiendo en este sentido al cliente profesional solicitar un mayor grado de protección cuando considere que no está en condiciones de valorar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone.

(76) En este sentido el deber de información reclamado con la antelación suficiente a la prestación del servicio de inversión quedará comprendido expresamente en referencia al cliente minorista en función de las exigencias contempladas por los arts. 63, 64 y 66 del Real Decreto 217/2008, de 15 de

Pero además de lo anterior, también aquellas normas de actuación se concretan en la reclamación a la entidad aseguradora de conductas y la exigencia de una organización determinada, y que denominadas como normas de conducta no obstan a considerar por ello que sean ajenas a la relación jurídica que mantiene con el emisor u oferente. Esto se debe a que el sistema de organización interna y la exigencia de normas de ética profesional que se le reclaman a la entidad aseguradora inciden directamente en la contraparte de la relación jurídica. En efecto, esta circunstancia se produce de tal forma que desde la dirección del comportamiento de los intermediarios financieros a través de estas vías se permite fortalecer la relación que se mantiene con aquél en la prestación del servicio, dado que al ser ésta una relación basada en la confianza (77) se logra alcanzar de tal modo un sólido marco que transmita seguridad sobre el debido comportamiento del mercado necesario para mantener su buen funcionamiento y eficiencia.

De este modo, las entidades aseguradoras están obligadas a contar con una organización adecuada (78), prevenir y dejar constancia frente a los clientes de cualquier

---

febrero, y relativas al sujeto prestador de la actividad, servicios, instrumentos financieros y costes y gastos asociados (art. 62.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), y en alusión al cliente profesional en base a lo establecido por el art. 64 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, mientras que el deber informativo requerido en el momento inmediatamente posterior a su ejecución quedará constituido cuando se trate de un cliente minorista en base al art. 68, apartado 1.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

(77) Considerando esta forma de intervención como una vía eficiente para fortalecer la relación de confianza que caracteriza al cliente con el intermediario *vid.* ANDERSON, A.: "Conflicts of interest: Efficiency, fairness and corporate structure", *Ucla Law Review,* 1978, p. 739; ENRIQUES, L.: "Lo svolgimento di attivitá di intermediazione mobiliarie da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica", *BBTC*, núm. 1, 1996, pp. 651 y 652.

(78) En base a lo preceptuado por el art. 70 ter de la LMV, las empresas de servicios de inversión, y las restantes entidades que presten servicios de inversión, deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del mercado de valores les impone, debiendo a tal efecto de contar con:

1.º Una estructura adecuada y proporcionada conforme al carácter, escala y complejidad de sus actividades y con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes.

2.º Una unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función, así como procedimientos y controles para garantizar que el personal cumple las decisiones adoptadas y las funciones encomendadas.

3.º Sistemas de información que aseguren que su personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y la normativa aplicable a los servicios de inversión que presten.

4.º Medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el artículo 70 quáter de la LMV perjudiquen a sus clientes, así como medidas de control de las operaciones que realicen, con carácter personal, los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas vinculadas a la empresa, cuando tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar, en general, lo establecido en la LMV.

posible conflicto de intereses (79), comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes (80), cumplir con una serie de obligaciones y prohibiciones si se dispusiera de información privilegiada (81), efectuar una separación informativa

---

5.º Registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y servicios de inversión que presten, de forma que se pueda comprobar que han cumplido todas las obligaciones que la presente Ley les impone en relación con sus clientes.

6.º Medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros o los fondos que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida, así como mantener una separación efectiva entre los valores e instrumentos financieros de la empresa y los de cada cliente. En particular, no podrán utilizar por cuenta propia los instrumentos financieros o fondos de los clientes, salvo cuando éstos manifiesten su consentimiento expreso.

7.º Procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno y técnicas eficaces de valoración de los riesgos para la entidad, así como un órgano de verificación que desempeñe la función de auditoría interna bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función.

8.º Medidas adecuadas para garantizar, en caso de incidencias, la continuidad y regularidad en la prestación de sus servicios. Deberán contar, especialmente, con mecanismos de control y salvaguarda de sus sistemas informáticos y con planes de contingencia ante daños o catástrofes.

(79) De conformidad con lo dispuesto en el art. 70 quáter de la LMV, las empresas que presten servicios de inversión deberán organizarse y adoptar medidas para detectar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control; o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, frente a cada uno de los cuales la empresa mantenga obligaciones. Igualmente deberán aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de los conflictos de interés que sea eficaz y apropiada a su organización, destinada a impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes. No obstante, si las medidas adoptadas para gestionar el conflicto de interés no fuesen suficientes para garantizar que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa que preste el servicio de inversión deberá revelar previamente la naturaleza y origen del conflicto al cliente antes de actuar por cuenta de él.

(80) En función de lo determinado por el art. 79 de la LMV, no se considerará que las empresas que presten servicios de inversión actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes si, en relación con la provisión de un servicio de inversión, pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta Ley.

(81) En función de lo establecido por el art. 81 de la LMV [*vid.* HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007, pp. 6 y ss.; ENTRENA RUIZ, D.: *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 11 y ss.; MONROY ANTÓN, A.J.: "El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada", *RDBB,* núm. 98, 2005, p. 78; RODRÍGUEZ MOURULLO, G.: "La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no", *ARAJL,* núm. 37, 2007, p. 603; MINGUELL ELEIZALDE, B.: "Información privilegiada", en AA.VV., *Instituciones del mercado financiero. El mercado de valores, organización, control y sujetos intervinientes,* t. VI, Ed. La Ley, Madrid, 1999, p. 3969 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho del mercado de valores,* Ed. Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 3321 y ss.; PRAT RODRIGO, M.: *EL uso ilegal de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de*

interna [82], abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre

acciones, Ed. Deusto, Bilbao, 1990, pp. 36 a 42; MARTÍNEZ FLORES, A.: "Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la Ley del mercado de valores), en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero,* t. III, Ed. MacGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2811 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J.: "El abuso de información privilegiada (insider trading) y operaciones de iniciados", *RDBB,* núm. 28, 1987, pp. 790 y ss.; ZURITA, J.: "The Spanish System of Insider Trading Regulation", en *European Insider Delaing Law and Practice,* HOPS y WYMMERSCH edits., Londres-Boston, 1991, id.: "El régimen español sobre insider trading y la propuesta de directiva comunitaria", en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena,* Madrid, 1991, pp. 1254 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.: "La prohibición de revelar información privilegiada: su delimitación y alcance para los miembros del órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores", *RDBB,* núm. 109, 2008, pp. 31 a 131], todo el que dispusiera de información privilegiada —entendiendo por tal toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación— tendrá la obligación de salvaguardarla, adoptando las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal. Pero además también quedará afecto a la prohibición de abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes conductas:

1.º Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.

2.º Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

3.º 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.

[82] En base a lo establecido en el art. 83 de la LMV (pronunciándose sobre el citado tema desde nuestro ordenamiento jurídico *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; desde 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.: *Financial 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; desde el sistema alemán *vid.* KOLLER, L.: "33 Wphg: Verbot von Insidergeschäften", en AA.VV., *Wertpapierhandelsgesetz,* Ed. Otto Schimidt, Colonia, 1995, p. 489; y desde la disciplina italiana *vid.* ANNUNZIATA, F.: "Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni", *BBTC*, núm. 1, 1995, pp. 644, 645, 647 y 652) todas las entidades o grupos de entidades que presten servicios de inversión tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés. En particular, estas entidades están obligadas a:

formación de los precios (83), así como comunicar a la CNMV, las operaciones sospechosas (84).

Pero además de lo anterior, también tal técnica jurídica de tutela adoptada por las normas de conducta se configura desde la exigencia de normas disciplinarias internas que tendrán que elaborar las entidades aseguradoras.

Esta circunstancia se refleja en el requerimiento de un código general de conducta [art. 78.1.b) de la LMV] 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, 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 De este modo, las entidades aseguradoras tendrán que atender en el desarrollo de su prestación a los

---

1.º Establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas. En particular, deberán constituirse en áreas separadas, al menos, cada uno de los departamentos que desarrollen las actividades de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis.

2.º Establecer adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas.

3.º Definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada.

4.º Elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.

(83) En base al art. 83 ter de la LMV, se concreta esta obligación considerando como prácticas prohibidas:

1.º Las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros, o que aseguren por medio de una o varias personas el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

2.º Las operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

3.º La difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

(84) En efecto, desde el art. 83 quáter de la LMV se establece y se detalla el contenido de la obligación por la que las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la CNMV, con la mayor celeridad posible, de las operaciones en las que consideren que existen indicios razonables para sospechar que utilizan información privilegiada o que constituyen una práctica que falsea la libre formación de los precios.

principios de buena fe e imparcialidad, diligencia y cuidado en calidad de profesional, tenencia de medios y capacidades para atender a la realización de la actividad, otorgamiento de información en relación con la clientela, paridad de trato de los intereses de los diferentes clientes y deber de abstención en el caso de que la realización del contrato pudiese generar una vulneración de las disposiciones legales.

Pero, asimismo, también tal deber disciplinario interno se manifiesta en la exigencia de un reglamento interno de conducta [art. 78.1.c) de la LMV] que será para la entidad aseguradora 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 pudiesen establecer el Ministerio de Economía o, con su autorización, la CNMV (art. 78.2 de la LMV), y por el que se vengan a elaborar medidas concretas tendentes a garantizar el cumplimiento de lo dispuesto en el Título VII de la LMV, y en sus normas de desarrollo.

b) Procedentes del compromiso de garantía contraído con el emisor u oferente

Junto al deber de observancia sobre las referidas obligaciones procedentes de la normativa jurídico-general del mercado de valores, esto es, de las normas de actuación, también la entidad aseguradora queda vinculada al cumplimiento de la obligación derivada del deber de garantía contraído con el emisor u oferente (85), es decir, de asumir el compromiso de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV, desde la obligación de adquirir por cuenta propia a través de un precio fijado por el emisor u oferente (precio de aseguramiento), los valores que el público inversor no se hubiese apropiado durante el período de adquisición de la emisión u OPV, y que impiden cubrir de tal forma el número total de los que constituyen la oferta pública —en el caso de que se tratase de un aseguramiento total— o de parte de éstos —en el supuesto de que fuese un aseguramiento parcial—.

c) Procedentes de su condición de miembro de un sindicato de garantía. Concepto, constitución y naturaleza jurídica del sindicato de garantía

También la obligación de asumir el compromiso de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV puede ser contraído por varias entidades financieras.

---

(85) El asegurador no asume obligaciones específicas frente al público inversor, por cuanto ni actúa frente a él, ni asume declaraciones específicas en el folleto informativo, como sí hace el director de la emisión u OPV, y tal y como se expone en ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: "Responsabilidad de la entidad directora por las falsedades u omisiones contenidas en el folleto informativo de una emisión u oferta pública de venta de valores", *RDBB,* núm. 105, 2007, pp. 67 a 111.

Esto es lo que acontece en los sindicatos de garantía, también denominados *consorzi di garanzia* en el ordenamiento italiano (86), o *standby underwriting group* en el sistema anglosajón o *sindicats de garantie simple* en el sistema francés, y que se caracterizan por tratarse de una tipología de consorcio de colocación que detenta como finalidad la difusión y colocación de los valores objeto de la emisión u OPV, asumiendo la obligación frente al emisor u oferente de adquirir en firme aquellos valores que no hubiesen sido objeto de suscripción o compra por el público inversor al término de la oferta pública.

Así pues, los sindicatos de garantía implican la prestación de una doble actividad.

En primer término la colocadora, al realizar la colocación por cuenta y nombre de la entidad emisora u oferente.

Y en segundo lugar la aseguradora, al garantizar el éxito de la operación al quedarse con los valores que no resultasen colocados, y ello sin perjuicio de que se actuase mediante una cierta división del trabajo entre sus integrantes, asumiendo unos el riesgo financiero de la colocación, y otros la distribución de los valores (87). En este sentido, los criterios de adjudicación del importe no colocado durante el período de la oferta pública suelen habitualmente efectuarse desde el principio de libertad en la determinación del sistema de distribución de los valores entre los aseguradores constituido como aplicación particular del art. 1255 del Cc. De esta forma, se suele optar o bien atendiendo a un sistema de responsabilidad solidaria —o también denominado como sistema a la *parisienne* (88)— donde el importe pendiente de colocación que ha de resultar adquirido se configura sobre la base de la cuota porcentual que se comprometió a asegurar y con independencia pues de la cuota de colocación que le correspondiese y hubiese efectivamente colocado, o bien atendiendo a un sistema de responsabilidad mancomunada —o también conceptuado como método a la *lyonnaise* (89)— en el que el plus de suscripciones o compras que tendrán que afrontar afecta sólo a las que

---

(86) Efectuando un estudio sobre ellos *vid.* CESARINI, F.: "Intermediazione nel mercato delle nouve emisione tecniche consortili", *Rivista delle Societá,* 1975, pp. 519 y 523 a 526; SCORZA, F.: "I consorzi bancari di collocamento titoli", AA.VV. (PORTALE, G., dir.), *Le operazione bancarie,* Ed. Giuffrè, Milán, 1978, p. 1131; DI PASQUALI, F.: "Alcuni aspetti dell'attività dei consorzi di garanzia nella prassi del mercato azionario italiano", *Rivista delle Societá,* núm. 30, 1985, pp. 16 a 18; EROLI, M.: *I consorzi di collocamento di valori mobiliari,* Nápoles, 1989, p. 13; BUONOMO, D.: "I sindicati fra aziende e istituti di credito per il colocamento di titulo e valori mobiliari", AA.VV. (PORZIO, M., dir.), *L'attività non bancaria delle banche*, Ed. Giuffrè, Milán, 1993, pp. 137 y 138; BANFI, A.: *Le banche e l'intermediazione mobiliarie,* Ed. Il Mulino, Bolonia, 1995, p. 128; SALVATORE, E.: "I consorzi di collocamento", *Contratto e impresa,* núm. 2, 1997, pp. 762 y 763.

(87) Mostrando tal posibilidad difundida ampliamente en Europa procedente del sistema norteamericano *vid.* CESARINI, F.: "Intermediazione nel mercato delle nouve...", *op. cit.,* p. 513; VEGA PÉREZ, F.: "Intervención bancaria...", *op. cit.,* p. 1225; VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* p. 84.

(88) La denominación dada a tal sistema se debe a que históricamente resultaba aplicado por la *Banque de Paris*, así como por la de *Pays Bas.*

(89) La denominación dada a tal método se debe a que históricamente resultaba empleado por *Credit Lyonnaise.*

no hubiesen colocado la cuota que se les atribuyó y en la misma proporción que les falta para completar a la cuota que les resultó asignada (90).

El sindicato de garantía posee como principales ventajas para el emisor y oferente el conocimiento de antemano de que obtendrá la totalidad de los fondos previstos con el importe de la emisión u OPV, dado que con independencia del nivel de suscripción por el público, los miembros del sindicato absorberán la parte no colocada, además de la dotación de seguridad, puesto que al gozar los miembros del sindicato de prestigio no se vincularán a una entidad que no obtuviese beneficios (91).

El proceso de constitución de este sindicato de garantía en una emisión u OPV, surge a través de la puesta en contacto entre el emisor u oferente y una entidad financiera que ejerciendo las funciones de jefe de filas del grupo será a la que aquél encomiende que contacte con otras entidades financieras y forme así esta tipología de consorcio de colocación. Lo anterior hace surgir paralelamente conversaciones de las entidades que han sido invitadas por el jefe de filas a formar parte del grupo colocador y asegurador de la emisión u OPV. En ellas se discutirá si aceptan o no las condiciones de ésta, y así, si participan o no y en qué grado cada una de ellas (92), de tal forma que si optasen por admitir el pacto consortil gestado entre la emisora u oferente y el jefe de

(90) A pesar de que el sistema de responsabilidad solidaria puede considerarse como de mayor eficacia en orden a un correcto y equilibrado desarrollo desde criterios colaboradores de las competencias atribuidas a los intermediarios y en aras de conseguir los objetivos de los intereses generales constituyendo una auténtica tutela para los ahorradores, es el método de responsabilidad mancomunada el que resulta predominantemente utilizado [en este sentido *vid.* el epígrafe II.12.3 del folleto informativo de la emisión de acciones de Telefónica Móviles, S.A. (presentado en la CNMV, con fecha de 2 de noviembre de 2000), del folleto informativo de la OPV de acciones de Recoletos Compañía Editorial S.A. (presentado en la CNMV el 7 de junio de 2000), del folleto informativo correspondiente a la OPV de acciones de Industria de Diseño Textil, S.A. (Inditex) (registrada en la CNMV el 27 de abril de 2001), y del folleto informativo de la OPV de acciones de Iberia líneas aéreas de España, S.A. (registrada en la CNMV el 16 de marzo de 2001)] por cuanto permite determinar la cantidad máxima del riesgo a afrontar por cada una de las colocadoras y no penaliza a aquellas entidades que hubieran sido más diligentes en las labores de colocación durante la oferta pública, tal y como han advertido CESARINI, F.: "Intermediazione nel mercato delle nouve emissioni e tecniche consortili...", *op. cit.,* p. 523; DI PASQUALI, F.: "Alcuni aspetti dell'attività dei consorzi di garanzia...", *op. cit.,* p. 50; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Art. 30...", *op. cit.,* p. 874 y SALVATORE, E.: "I consorzi di collocamento...", *op. cit.,* p. 763.

(91) Sobre las propiedades que ostenta tal modalidad de sindicato de colocación, *vid.* DI PASQUALI, F.: "Alcuni aspetti dell'attività dei consorzi di garanzia...", *op. cit.,* p. 26; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Art. 30...", *op. cit.,* p. 850.

(92) Si la emisión u OPV es considerada como ventajosa, habitualmente la respuesta de los organismos que sean interpelados a la participación será positiva, dado que, tal y como advierte DI PASQUALI, F.: "Alcuni aspetti dell'attività dei consorzi...", *op. cit.,* pp. 36 y 37, la operación puede ser motivo de prestigio para las entidades que participasen en ella, y además, para las entidades de crédito que no tengan una relevante dimensión, y a menudo con carácter local o regional con respecto a las principales plazas financieras, puede constituir una ocasión del todo relevante para ofrecer a la propia clientela un servicio nuevo y seguramente interesante.

filas y del que emanan la determinación de las obligaciones que deberán asumir, se dirigirán a aquélla para declarar su conformidad al pacto (93).

Ahora bien, en referencia a la forma que configura la creación del sindicato de garantía, hay que indicar que si bien no existe ninguna disposición que proceda a determinar la exigencia de un formalismo contractual, y así pues que atienda a constituir una excepción sobre el principio espiritualista o de la libertad de forma que informa a nuestro ordenamiento positivo actual y por el que se derivaría así su condición de contrato esencialmente no formal, en la práctica suele otorgarse mediante un documento escrito, tanto público como privado. Esta circunstancia toma su razón de ser en que ante este contrato de carácter normativo dirigido a determinar los derechos y obligaciones de sus miembros y definido por su condición de atipicidad, mantener tal actitud permite otorgar seguridad jurídica no ya sólo con respecto a los propios participantes en el contrato, al adquirir de tal forma mayor fijeza en orden a la indicación de los derechos y obligaciones que tienen entre sí, como con el emisor u oferente, a efectos de su perfección, probanza y oponibilidad frente a terceros, sino también con respecto a los inversores. Esto se debe a que, si bien estos inversores siempre deberán tener conocimiento de las entidades concurrentes en el proceso de emisión u OPV, así como de las funciones que prestan al exigirse, en aras de que puedan formase juicio sobre éste, que tales datos formen parte del contenido del folleto (art. 2.1 de la Orden Ministerial 3537/2005, de 10 de noviembre, y anexos VII y X del Reglamento núm. 809/2004, de la Comisión de 29 de abril de 2004), tal requerimiento resultará efectuado con mayor eficiencia y rigor por el emisor u oferente cuando los participantes que integren el contrato y las reglas internas que rijan la actuación del sindicato bancario de colocación se encuentren plasmados por escrito.

En relación con la determinación de la naturaleza jurídica del sindicato de garantía son mayores los problemas que se plantean. Esto se debe al referirse a un tema que ha sido escasamente estudiado, pero donde si bien, y debido a la analogía existente con los créditos sindicados bancarios, al tratarse en el mismo sentido de una comunidad de riesgos y prestación de operaciones integrada por una pluralidad de entidades organi-

---

(93) Sobre la citada forma de constitución en nuestro ordenamiento *vid.* GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios..., op. cit.,* pp. 674 y 675; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado..., op. cit.,* p. 621; VEGA PÉREZ, F.: "Intervención bancaria...", *op. cit.,* pp. 1223 a 1225; CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* p. 122; VALENZUELA GARACH, J.: *Las entidades de crédito comisionistas..., op. cit.,* p. 83, en el sistema italiano y mostrando cómo la participación de las entidades de crédito en el sindicato se origina con la aceptación del *pacto consortile* una vez que previamente hayan sido invitados a formar parte de él por el *capo di fila* a través de la *lettera di impegno* donde se contendrán los datos relativos a la operación, las obligaciones asumidas por el sindicato frente al emitente, así como la retribución que éste repartirá entre los miembros del sindicato. *Vid.* DI PASQUALI, F.: "Alcuni aspetti dell'attività dei consorzi...", *op. cit.,* pp. 26 a 29; SALVATORE, E.: "I consorzi di collocamento...", *op. cit.,* pp. 741 a 748, y en el sistema alemán, donde se manifiesta la existencia de unos pactos consortiles formulados de una forma más detallada, *vid.* HOPT, K.J.: *Le banche nel mercato dei capitali..., op. cit.,* pp. 31 y 34.

zadas unitariamente pero independientes entre sí [94] es factible aplicar genéricamente las formulaciones elaboradas para éstos, y ello a pesar de la existencia de diferencias derivadas del mayor régimen de colaboración extendido de forma continua y no limitado al momento inicial y final del proceso [95], de la actuación del banco agente por cuenta de las entidades acreditantes y no de la emisora u oferente, así como de la condición de operación intermediadora activa en los mercados de crédito a corto plazo y no de inversión a largo plazo que rige en los créditos sindicados.

Así pues, y derivada de tal aplicación, se permite configurar como alternativa sobre la naturaleza jurídica del sindicato de garantía su consideración como institución societaria —civil o mercantil—, dada la actuación de cada partícipe dirigida a un fin común colocador y asegurador de la emisión u OPV, y la existencia de cierta comunidad tanto en el resultado como en los beneficios de la operación.

No obstante lo anterior, no podemos considerar que esta opción pueda ser compartida al no resultar acorde con la carencia que el sindicato de garantía plantea [96] en relación con una personalidad jurídica propia, del *affectio societatis* ni duradero ni temporal, de un patrimonio autónomo, de una aportación común de sus miembros, de una gestión común, así como del convencimiento del público de que se actúa como sociedad, además de la observancia de una fuerte actuación individual de sus miembros en relación con la parte de los valores cuya colocación le corresponde y del

---

[94] Otorgando una noción sobre los créditos sindicados de la que se permite atender a la observancia de tales analogías *vid.* LÓPEZ ANTÓN, F.: *Créditos a interés variable. Su régimen jurídico,* Ed. Montecorvo, Madrid, 1985, p. 144; DE GISPERT PASTOR, M.ª T.: *Los créditos sindicados. Su integración en el sistema jurídico español,* Ed. Bosch, Barcelona, 1986, p. 67; CREMADES SANZ-PASTOR, B.: "Aspectos actuales de la financiación de las empresas", en AA.VV., *Jornadas de estudio en torno al derecho mercantil actual y su futuro inmediato,* Ed. Aranzadi, Pamplona, 1986, pp. 152 y 153; AURIOLES MARTÍN, A.: *Créditos sindicados con interés variable,* Ed. PPU, Barcelona, 1987, pp. 25 a 29; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: "Los préstamos y créditos sindicados con interés variable", *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero,* Ed. Civitas, Madrid, pp. 226 y 227; FERNÁNDEZ ARMESTO, J.: "Los créditos subasta", *RDBB,* núm. 26, 1987, pp. 379 y 380; AMESTI MENDIZÁBAL, C.: "El contrato de crédito sindicado", *Contratos bancarios..., op. cit.,* p. 479; id.: "El banco agente en los contratos de crédito sindicado", *RDBB,* núm. 45, 1992, pp. 143 y 164; FERRE MOLTÓ, M.: "Operaciones bancarias sindicadas", *Contratos bancarios & parabancarios..., op. cit.,* p. 603.

[95] Remarcando así pues que, en general, la relación entre sus miembros no está dotada de un carácter continuo al limitarse a la fijación de las condiciones y al reparto de valores no colocados, a la liquidación de las operaciones, al reparto de comisiones y a la asunción de las obligaciones por los aseguradores de manera que en el proceso de colocación las entidades participantes actúan con independencia casi total, a diferencia de unos créditos sindicados donde, por el contrario, la colaboración entre las funciones prestadas por sus miembros lo son de carácter consecutivo y manifestando que a pesar de ello les han de resultar aplicables a aquéllos las formulaciones elaboradas en relación con los créditos sindicados *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* p. 126.

[96] Así pues, sólo resulta posible la calificación del sindicato de garantía como sociedad —tal y como lo advierte de una forma general para el sindicato de colocación DE GISPERT PASTOR, M.ª T.: *Los créditos sindicados..., op. cit.,* p. 59— en aquellos sistemas donde se acoge un concepto amplio de la institución societaria tal y como acontece en Alemania y Suiza (*vid.* HOPT, K.J.: *Le banche nel mercato..., op. cit.,* p. 31).

reparto de los beneficios entre los partícipes vinculada al desempeño de su propia actividad y muy rara vez en partes iguales o proporcionales (97).

Igualmente, también se podría estimar al sindicato de garantía como una asociación civil (art. 36 del Cc).

Pero nuevamente tal posición no puede ser considerada como oportuna, y ello no ya sólo puesto que desde el sindicato de garantía se atiende a la búsqueda de la obtención de un beneficio y así no resulta vinculable a la carencia del fin de lucro que define a la asociación civil, sino también porque en aquél no existe ni la personalidad jurídica, ni la adopción de los criterios formales constitutivos de una asociación, ni su voluntad electora, ni aun una organización común configurada más allá de las funciones acometidas por la entidad jefe de filas y de la liquidación de la operación (98).

En el mismo sentido, otra opción podría establecerse desde el entendimiento de considerar al sindicato de garantía como una unión temporal de empresas al tratarse de un sistema de colaboración que carece de personalidad jurídica y que se constituye en aras del desarrollo de un servicio por un tiempo indeterminado, o incluso como una agrupación de interés económico dada la idéntica permisión existente entre ambos de la obtención del beneficio directamente por los partícipes.

Pero tampoco tales criterios parecen ser los óptimos cuando el primero de los tipos sociales, esto es, la unión temporal de empresas, exige una voluntad electora materializada en escritura pública, un gerente dotado de poderes con respecto a cada uno de los miembros, así como una responsabilidad solidaria e ilimitada entre los partícipes, y cuando el segundo de aquellos, es decir, la agrupación de interés económico, requiere para su constitución de una voluntad específica dotada de unos formalismos previstos en la Ley 12/1991, de 29 de abril, reclama una organización mínima detallada, y demanda una responsabilidad solidaria entre sus asociados que no tienen virtualidad en el sindicato de garantía.

De igual forma, incluso surge así la posibilidad de poder valorar al sindicato de garantía como una comunidad de bienes.

Sin embargo, la carencia de los bienes o derechos objeto de la comunidad al ser lo común propiamente la actividad efectuada, así como la imposibilidad de poder pedir en cualquier momento la división de la cosa común, muestran nuevamente la inadecuación de poder calificar al sindicato desde tal naturaleza jurídica (99).

---

(97) Compartiendo la misma posición doctrinal en referencia en general al sindicato de colocación en nuestro ordenamiento *vid.* DE GISPERT PASTOR, M.ª T.: *Los créditos sindicados..., op. cit.,* pp. 58, 66 y 128; CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* pp. 127 a 129, y desde el sistema italiano *vid.* GALGANO, F.: *Diritto commerciale: le società,* Ed. Il Mulino, Bolonia, 1996, pp. 49 a 93; SALVATORE, E.: "I consorzi di collocamento...", *op. cit.,* pp. 748 y 749.

(98) Pronunciándose en análogos términos *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* p. 129, y desde el sistema italiano *vid.* SALVATORE, E.: "I consorzi di collocamento...", *op. cit.,* p. 749.

(99) Pronunciándose en este sentido *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* p. 130; SALVATORE, E.: "I consorzi di collocamento...", *op. cit.,* p. 749.

En un sentido idéntico, también se permitiría considerar al sindicato de garantía como una asociación de cuentas en participación desde la observancia del carácter transitorio y sin personalidad jurídica que definen a un sindicato donde todos sus miembros participan en los beneficios y contribuyen a las pérdidas (100).

Ahora bien, nuevamente vuelve a ser la inobservancia en el sindicato de garantía de características que deberían concurrir, si efectivamente estuviesen dotados de tal naturaleza jurídica, lo que permite entender que no se actúa de dicha forma (101). En efecto, esto se debe a la carencia del exclusivo carácter interno de las cuentas en participación por la que sólo el gestor se relacionaría con el emisor u oferente al detentar el sindicato una naturaleza pública en la actuación de sus miembros, la inexistencia de unas aportaciones de los partícipes del sindicato integradas en el patrimonio del gestor que sí que rige para los integrantes de la asociación de cuentas en participación, así como la no vigencia de una única acción frente al gestor existente en la asociación de cuentas en participación, dada la observancia de acciones directas entre el emisor u oferente y cada miembro del consorcio.

Así pues, y como consecuencia de todo lo anterior, se llega a las mismas conclusiones que a las abastecidas para los créditos sindicados bancarios (102), al poderse concluir que la naturaleza jurídica aplicable a los sindicatos de garantía sólo permite explicarse desde su condición de contrato de colaboración empresarial, dado que desde la observancia de las características de éste, y de tal forma desde su condición de contrato dotado de un fin concreto y temporal basado en la obtención de beneficios individuales al amparo de una actuación empresarial donde sin crearse personalidades jurídicas independientes ni órganos especiales de administración los partícipes conservan una amplia independencia en la prestación de sus actuaciones, se pueden advertir a los caracteres que rigen para la identificación de aquéllos (103).

---

(100) Estimando de tal forma en referencia en general a los sindicatos de colocación que las relaciones son las propias de una asociación de cuentas en participación en que el banco gestor interesa a otros en la operación de emisión que contribuyen con la parte del capital convenido y se hacen partícipes de los resultados prósperos o adversos *vid.* GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios..., op. cit.,* p. 673.

(101) Atendiendo a la observancia de las citadas apreciaciones para estimar la ausencia de la naturaleza jurídica correspondiente con la de las asociaciones de cuentas en participación de igual modo que ya LÓPEZ ANTÓN, F.: *Créditos a interés variable..., op. cit.,* p. 111, y DE GISPERT PASTOR, M.ª T.: *Los créditos sindicados..., op. cit.,* p. 64, las emplearon para apreciar la carencia de tal forma de actuación en relación con los créditos sindicados y en referencia en general a los sindicatos de colocación *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* pp. 131 y 132, así como desde el sistema italiano *vid.* SALVATORE, E.: "I consorzi di collocamento...", *op. cit.,* p. 749.

(102) En este sentido *vid.* LÓPEZ ANTÓN, F.: *Créditos a interés variable..., op. cit.,* p. 126; DE GISPERT PASTOR, M.ª T.: *Los créditos sindicados..., op. cit.,* pp. 49 y 79; AURIOLES, A.: *Créditos sindicados con interés variable..., op. cit.,* p. 28; AMESTI MENDIZÁBAL, C.: "El banco agente en los contratos de crédito sindicado...", *op. cit.,* pp. 132 y 134.

(103) Pronunciándose en análogos términos *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* pp. 133 y 134.

Así las cosas, desde el sindicato de garantía se generan vinculaciones jurídicas en favor de las entidades participantes en el pacto.

En efecto, esta circunstancia se produce en un ámbito externo, por un contrato de comisión mercantil entre cada uno de los miembros del sindicato y la emisora u oferente que convergerán en ésta como los radios de una circunferencia. De esta forma, se advierte que esta modalidad de operación no modificará en su exigencia a cada una de las integrantes del consorcio la estructura jurídica general de las relaciones normales entre la entidad que prestase la función colocadora y aseguradora y la entidad emisora u oferente (104).

Pero también, en una dimensión interna, entre las entidades por los pactos que se estableciesen en el contrato de sindicación. A su vez, el emisor u oferente podrá ser posteriormente representado frente al sindicato constituido por una entidad participante que podrá ser la propia jefe de filas, mientras que el propio sindicato también podrá nombrar a una entidad que lo represente frente a la emisora u oferente o frente a la entidad representante de ésta y que será denominada como entidad agente. Ahora bien, es en este ámbito interno donde corresponde especificar cuáles serían las relaciones jurídicas que también asumen las entidades financieras por haber participado en la formación del sindicato de garantía o por su condición de integrantes del mismo.

Así pues, y en primer término, una de estas relaciones jurídicas contraídas por haber colaborado en la formación del sindicato es aquella que vincula contractualmente a la entidad financiera a la prestación de la promoción y formación del consorcio y que, denominada por ello como entidad jefe de filas, previa solicitud del encargo por el emisor u oferente se dirige a seleccionar a un número determinado de entidades para que participen en la colocación y aseguramiento de conformidad con las instrucciones dadas por el emisor u oferente en cuanto al número de entidades, su tipología y compromisos asumidos por cada una de ellas o a través de otros criterios de designación en proporción a la dimensión de la operación.

Esta forma de actuación posee naturaleza mercantil, derivada de la condición del sujeto que la efectúa, y del objeto del contrato que promueve, al estar vinculada la formación del sindicato a la colocación y aseguramiento de valores negociables y, de tal forma, a la prestación de actos de comercio. Pero su naturaleza jurídica no puede ser definida desde su condición de arrendamiento de servicio al tratarse de una colaboración en la estipulación de un negocio jurídico del emisor u oferente. Tampoco puede ser entendida esta naturaleza jurídica desde el carácter de la comisión aunque el jefe de filas se obligue a realizar un encargo recibido de otra persona al no atender su prestación a la realización de actos jurídicos sino materiales. Ni aun puede considerarse tal

---

(104) En los casos en los que existiese pluralidad de oferentes, consideramos que todos ellos son parte de la relación jurídica contraída con respecto a cada uno de los miembros del sindicato, dado que, tal y como refiere CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* p. 147, resulta de aplicación un principio de solidaridad en base a lo establecido desde el art. 1731 del Cc, que en relación con el contrato de mandato señala que si dos o más personas han nombrado un mandatario para un negocio común, quedan obligadas solidariamente para todos los efectos del mandato.

naturaleza desde el estado de un contrato de agencia, al no tratarse el encargo recibido continuado o estable sino esporádico y no actuarse en exclusiva. Así pues, la promoción y formación del consorcio sólo permite determinarse desde la naturaleza jurídica correspondiente con la de un contrato de mediación, y ello puesto que desde la prestación de tal función la entidad jefe de filas a cambio de una remuneración promueve la celebración de un contrato aproximando al emisor u oferente y a las entidades dotadas de las prestaciones requeridas por éstos para que formen un sindicato de colocación, pero no participa en él representando a una de ellas, ni se obliga a obtener el resultado de tal formación al no poder depender de él la voluntad de los interesados (105).

Así pues, en base a esta naturaleza jurídica la jefe de filas contrae la obligación de desarrollar su actividad con la diligencia de una entidad experta en dicha actividad financiera y a través de la utilización de los medios que fueren precisos para la obtención de la finalidad pretendida, así como el deber de respetar en todo momento las instrucciones dadas por la emisora u oferente en relación con los criterios a seguir para la designación de las entidades integrantes del sindicato, pudiéndose derivar de tal forma su responsabilidad no ya sólo en el caso de que la diligencia o los medios empleados resultasen deficientes o incorrectos, sino también por actuar de un modo contrario a las órdenes que se les diese.

Pero además de la anterior relación, y ya en segundo lugar pues, otra de las relaciones jurídicas que requieren de un adecuado análisis parten de la condición de la entidad financiera como integrante del sindicato de garantía, dado que es en tal marco en donde se ubica la asunción por una de éstas de las actividades de representación tanto del propio sindicato frente al emisor u oferente como de éstos frente al sindicato constituido en relación con las funciones propias de la emisión u OPVs.

Así pues, es en la prestación de esta última fórmula de representación donde se podría estimar desde la observancia de la denominación como entidad agente que se confiere a la entidad que la acomete, de la gestión de intereses ajenos en nombre y por cuenta del emisor u oferente que implica, así como de la asistencia de una representación prolongada en el periodo de tiempo en el que se extendiera la oferta pública que otorga, que la naturaleza jurídica que rige en tal vinculación jurídica fuese la correspondiente con la del contrato de agencia. Ahora bien, es el análisis de las específicas funciones representativas realizadas por la entidad agente el que permite arrojar luz sobre el carácter jurídico que detenta esta relación. Lo anterior se debe a que las operaciones prestadas por la entidad agente son las correspondientes a la centralización de las solicitudes de compra recibidas por los miembros del sindicato, a la realización del proceso de prorrateo entre el conjunto de las solicitudes cuando estas superen el total de los valores ofertados, a la adjudicación definitiva de los valores, a la determinación de la distribución de los valores no adquiridos por el público entre los asegu-

(105) En similares términos se pronuncia CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* p. 138, en su análoga apreciación del carácter mediador de la actividad de la entidad jefe de filas al estimar que se debe a que su actuación se corresponde con la de "*promover la celebración del contrato de colocación buscando partes interesadas en participar en el mismo*".

radores, así como a la distribución de los beneficios entre los miembros del sindicato, y a la gestión de la asignación de las referencias de registro que correspondiesen ante las sociedades rectoras de bolsas. Es por ello por lo que de tal forma se permite advertir que la función efectuada por la entidad agente se refiere a la prestación de actos u operaciones de comercio específicos y concretos y no al cumplimiento de un encargo genérico dirigido a la búsqueda y promoción de la actividad mercantil del principal. Así pues, al ser esta distinta finalidad perseguida por las partes la que radicalmente posibilita mantener una diferenciación en los contratos de gestión de intereses ajenos con independencia de que dicha actividad representativa fuese ejercitada de manera continuada en el mercado por la misma entidad, es posible apreciar que la naturaleza que resulta predicable de tal relación jurídica es la correspondiente a una comisión mercantil, donde además de procurarse una actuación por cuenta y nombre del emisor u oferente atendiendo a aquel propósito puntual resultan contemplados los requisitos que para ello se exigen en el art. 244 del Cco [106].

De esta forma, y en base a tal naturaleza jurídica, la entidad agente que percibirá a cambio una comisión previamente pactada contrae la obligación de desarrollar su actividad personalmente y con la diligencia de una entidad experta en dicha actividad financiera, efectuando cuantas actividades y servicios fuesen indispensables o necesarios para la obtención del propósito pretendido y de un modo acorde con las instrucciones que le reportasen el emisor u oferente, debiendo velar en todo momento por los intereses de éstos, y exigiéndosele una actuación que rinda cuentas en relación con las cantidades obtenidas, que informe sobre la función representativa acometida, además de que resulte conforme al principio de buena fe en sus relaciones con los miembros del sindicato.

De una forma idéntica ubicadas en aquel marco de las relaciones jurídicas contraídas por las entidades de crédito por su condición de integrantes del sindicato, también se aprecia, pero ahora con respecto a todas ellas a pesar de la mancomunidad que rige en sus actuaciones —salvo que existiese un pacto expreso de solidaridad (art. 1137 del Cc)— y de la carencia de acciones de un partícipe frente a los demás miembros del sindicato en los supuestos de incumplimiento al sólo poderse sustanciar éstas directamente entre el emisor u oferente y el que incumplió, las exigencias de comunicar a las demás entidades las noticias o datos que llegados a su conocimiento tuviesen

---

(106) De esta forma se aprecia que, si bien compartimos junto a CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* pp. 40 y 141, que la naturaleza jurídica de esta actuación representativa se corresponde con la de una comisión mercantil, consideramos que la argumentación que se tiene que emplear ha de ser distinta. Esto se debe a que, aunque sí es un criterio fundamentador de tal carácter la actuación aislada de la entidad agente, tal y como este autor lo advierte, no lo es también así la carencia de una relación duradera con el emisor u oferente que realmente sí que se da, al reiterarse a lo largo de todo el proceso de colocación por el mismo integrante del sindicato calificado como entidad agente la prestación de las funciones representativas acometidas por cuenta y nombre de aquél, y que en ningún caso obsta a que tal relación jurídica resulte calificada desde tal naturaleza, y ello puesto que, tal y como indica ALONSO SOTO, R.: "Los contratos de distribución comercial", AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil,* Ed. Civitas, Madrid, 2001, pp. 171 y 172, la comisión responde a una relación ocasional o puntual dirigida a realizar un negocio u operación mercantil concreto, con independencia de que dicha actividad fuese ejercitada de forma continuada en el mercado.

relevancia en la ejecución de la colocación de valores o de las acciones que tratasen de iniciar contra el emisor u oferente, de ejercitar sus derechos particulares de forma que no se perjudicasen los intereses de los demás partícipes, así como de actuar de una forma tal que no se dañase a los demás miembros del sindicato (107).

2. Obligaciones asumidas por los emisores u oferentes

Derivada de la condición de obligación proveniente de las medidas protectoras de los intereses generales del mercado de valores adoptadas desde la LMV, y su normativa de desarrollo, surgen para el emisor u oferente por su propia condición una serie de deberes que no forman parte del contrato de aseguramiento.

En efecto, los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir inmediatamente al mercado toda información relevante debiéndola remitir a la CNMV para su incorporación al registro oficial regulado en el art. 92 de la LMV (art. 82.2 de la LMV), así como a comunicar a la Administración Tributaria cualquier operación de suscripción y transmisión de valores en la que hubieran intervenido (art. 109 de la LMV).

Y además, los emisores u oferentes deberán cumplir con otros requisitos informativos vinculados al deber de aportar y registrar en la CNMV los documentos que acrediten su sujeción al régimen jurídico que les resulte de vinculación (108), las cuentas anuales preparadas y auditadas conforme a la legislación aplicable (109) así como el

---

(107) Estimando tales exigencias como manifestaciones de la aplicación del art. 57 del Cco sobre el deber de buena fe en las relaciones contractuales mercantiles *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección, colocación..., op. cit.,* p. 146.

(108) De conformidad con la remisión efectuada desde el art. 30 bis.3 de la LMV, y en base a lo dispuesto en los arts. 26.1.a) de la LMV, 11.1.a) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y 3 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 3537/2005, el emisor u oferente deberá aportar a la CNMV los documentos que acrediten la sujeción del emisor u oferente y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable. Además será la CNMV la que venga a especificar los documentos acreditativos que el emisor u oferente deberá aportar en función de su naturaleza y de los valores.

(109) De conformidad con la remisión efectuada desde el art. 30 bis.3 de la LMV, y en base a lo dispuesto en los arts. 26.1.b) de la LMV y 12 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, el emisor u oferente deberá aportar para su registro en la CNMV sus cuentas anuales individuales y consolidadas, en el caso de que esté obligado a formular estados consolidados. Los estados deberán comprender, al menos, los tres últimos ejercicios en el caso de valores participativos, y los dos últimos ejercicios en los demás casos. Asimismo, los estados deberán haber sido preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable al emisor u oferente. No obstante lo anterior, la CNMV podrá aceptar cuentas anuales del emisor u oferente que cubran un período inferior a los señalados cuando se de alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que el emisor sea un vehículo de objeto especial, es decir, un emisor cuyos objetivos y fines sean fundamentalmente la emisión de valores, y los valores sean valores de titulización, o bien sean valores que estén garantizados, siempre que el garante haya publicado cuentas anuales auditadas que cubran los tres últimos ejercicios.

b) Que la CNMV así lo decida en interés del emisor u oferente o de los inversores, siempre que entienda que los inversores disponen de la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre el emisor u oferente y sobre los valores.

folleto informativo [110] [art. 38.2.b) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre], y ello junto con el deber de atender a otra obligación de carácter comunicativo y estadístico por el que terminado el período de la oferta pública deberán remitir a la CNMV, para su publicación, la información sobre el resultado de la oferta (art. 42 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Ahora bien, ya si formado parte de las obligaciones contraídas como consecuencia del contrato de aseguramiento, el emisor u oferente está obligado frente a la entidad aseguradora al pago del precio procedente de la realización en su favor de la actividad prestada.

No obstante, dado que habitualmente el asegurador es asimismo colocador, y de tal forma, derivada de la realización de un mayor número de prestaciones que la configurada por el simple mandato de promover la colocación, surge para aquellos la exigencia de tener que proceder a incrementar la cuantía de la retribución configurada por tal circunstancia en torno al contrato de colocación de una emisión u OPV, en la misma proporción que se hubiese establecido, y en su defecto, con arreglo a los usos mercantiles, esto es, desde la observancia de comisiones análogas por servicios ante-

---

(110) De conformidad con lo establecido en el art. 30 bis.2 y 3 de la LMV, y en base a lo dispuesto en los arts. 26.1.c) de la LMV y 13 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, toda emisión u OPV que no quede eliminada de la exigencia por no tratarse de una oferta pública en base a lo establecido en el art. 30 bis.1 de la LMV o, siendo tal, por encontrarse incluida en el régimen de excepciones a la obligación contempladas en el art. 41 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, estará sujeta a la previa aportación, aprobación y registro en la CNMV, así como a la previa publicación de un folleto que se ajuste a lo dispuesto en los arts. 27, 28 y 29 de la LMV, así como —tal como indica el art. 40 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre— en el título II de la citada disposición con las siguientes especialidades:

a) Que las referencias hechas a la persona que solicita la admisión a negociación se entiendan hechas al emisor u oferente.

b) Que el plazo máximo mencionado en el artículo 24.3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, para la aprobación del folleto sea de veinte días hábiles si la oferta pública se refiere a valores emitidos por un emisor que no tiene ningún valor admitido a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea y que no ha ofrecido previamente valores al público.

c) Que en el caso de valores garantizados, el garante tenga que proporcionar información sobre sí mismo como si fuera el emisor del mismo tipo de valor que es objeto de la garantía.

d) Que la OPV a que se refiere un folleto pueda fraccionarse en tramos sucesivos o mediante ampliaciones, sin que sea necesario un nuevo folleto durante los doce meses siguientes a su publicación.

e) Que en el caso de una oferta pública de una clase de acciones aún no admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea que vaya a ser admitida a negociación por primera vez el folleto deba estar disponible por lo menos seis días hábiles antes del final de la oferta.

f) Que cuando sea de aplicación el suplemento a que se refiere el artículo 22 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, los inversores que ya hayan aceptado adquirir o suscribir los valores antes de que se publique el suplemento tendrán derecho a retirar su aceptación. Este derecho podrá ejercitarse dentro de un plazo no inferior a dos días hábiles a partir de la publicación del suplemento.

riores al mismo emisor u oferente, o a otros emisores u oferentes en el mismo momento de tiempo, etc. (111)

VI. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD

1. De naturaleza contractual

En primer lugar, el emisor u oferente responderá frente a la aseguradora por el pago del precio o prima de aseguramiento derivado de la realización en su favor de la actividad prestada.

Ahora bien, comentado en segundo lugar la responsabilidad de naturaleza contractual contraída por la entidad aseguradora hay que hacer notar que tal consecuencia se puede producir desde dos ámbitos. Esto es, el derivado del incumplimiento o cumplimiento defectuoso de la obligación principal del contrato, así como el proveniente de la infracción de las normas de actuación previstas en el mercado.

En efecto, en primer término la responsabilidad contractual del asegurador surge desde la obligación de indemnizar los daños y perjuicios que sobreviniesen al emisor u oferente derivados del incumplimiento o cumplimiento defectuoso del mandato de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u OPV que se le confirió, y que dada su condición de obligación de resultado será la prueba por la emisora u oferente de la existencia de la obligación de suscripción o compra de los valores no colocados en la oferta pública, además de que no se ha producido tal desenlace (art. 1157 del Cc) sin tener que probar la culpa o negligencia de la entidad de crédito, la que permita determinar la presunción sobre su incumplimiento, y ello salvo que ésta probase que el hecho impeditivo es imputable al emisor u oferente o que resulta de aplicación el art. 1105 del Cc.

Ahora bien, en el caso de que la obligación aseguradora fuese asumida por varias entidades, la responsabilidad contractual detentada dependerá del sistema de adjudicación de valores que hubiese sido acogido por ellas.

Esto se debe a que si cada entidad hubiera optado por asegurar una cuota porcentual con independencia de la cuota de colocación que les correspondiese y hubiese efectivamente colocado, se tendrá frente al emisor u oferente una responsabilidad solidaria por el porcentaje del importe no suscrito o comprado correspondiente a cada una de ellas.

Pero si se hubiese elegido por afrontar el aseguramiento de la cuota que se les atribuyó y en la misma proporción que les falta para completarla, se detentará una responsabilidad de carácter mancomunado sobre la parte de la prestación que cada

(111) Atendiendo a la observancia de las citadas formas de fijación de la retribución a efectuar en defecto de acuerdo expreso *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección..., op. cit.,* p. 171.

entidad hubiese incumplido, y que si bien es la aplicable en virtud de la remisión genérica del art. 1137 del Cc en defecto de acuerdo en contra, suele establecerse de una forma expresa en el propio pacto adoptado.

En segundo lugar, la responsabilidad civil contractual del asegurador también surge proveniente de la infracción de unas normas de actuación dirigidas a imponer deberes a las entidades que prestan servicios de inversión, tanto en la esfera del contrato para la prestación del servicio de inversión en el mercado de valores como en su propio sistema de organización. Esta circunstancia se produce dado que aun cuando tales reglas son disposiciones de ordenación y disciplina que tratan de garantizar la presencia de entidades que operen como profesionales en el mercado y que no surgen con la pretensión de regular el contenido de la relación jurídica que mantienen el intermediario y el cliente, se permiten erigir en mecanismo jurídico de protección de éste, y ello porque su inobservancia puede ser reclamada —mas allá de la establecida en forma administrativa al ser infracción disciplinaria— por el propio cliente al tener incidencia de una forma indirecta en el contenido del contrato.

En efecto:

1.º En el caso de que nos encontrásemos ante las normas de información precontractuales, el potencial cliente emisor u oferente podrá reclamar el resarcimiento por los daños que le fuesen ocasionados por una completa falta de ejecución de lo que es debido o por su realización de una forma defectuosa por la aseguradora a través de una acción civil de responsabilidad. Esto se debe a que si la infracción se refiriese tanto a los requisitos que se tienen que cumplir en las comunicaciones publicitarias como a la tarea de informar a los clientes potenciales, nos encontramos ante una oferta del contrato que resulta vinculante en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 del Cc, y 57 del Cco) (112).

---

(112) En efecto, la circunstancia distintiva entre los requisitos que tendrán que cumplir las comunicaciones publicitarias y la tarea de informar a los clientes potenciales es apreciable ya que, cuando el legislador regula ambos modos de información publicitaria, les otorga un tratamiento distinto.

Esto se evidencia puesto que, cuando se refiere al cliente potencial, indica que se entenderá por tal, en base al art. 79 bis.3 de la LMV, a *"aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes"*. Pero, también, porque los considera a éstos de una forma expresa como receptores de unas informaciones que deberán contemplar, además de lo previsto en el art. 60.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero —y de una forma conjunta pues a lo también exigido para las comunicaciones publicitarias—, lo establecido en el art. 62.1 y 2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, donde se vuelve a tener en cuenta la individualidad al que se le suministra la información, dado que el medio por el que se exige que se efectúe tal comunicación viene referido a instrumentos de información de carácter personal.

En cambio, cuando se observa el tratamiento que se efectúa sobre las comunicaciones publicitarias se evidencia su utilización para informaciones dirigidas al público en general, y ello puesto que, además de exigírseles expresamente el cumplimiento de lo preceptuado en el art. 60.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y no serles de aplicación lo establecido en el art. 62.1 y 2 del Real Decre-

2.º Si se tratase de la infracción de las normas de documentación contractual, también se viene a tener una incidencia sobre el contrato. De esta forma, la exigencia de resarcimiento de los daños procurados al propio cliente emisor u oferente como consecuencia de una completa falta de ejecución de lo que es debido o por su realización de una forma defectuosa por la aseguradora ante tal deber, puede ser reclamado a través una acción civil de responsabilidad contractual. En efecto, si bien tal hecho no puede producirse de una forma directa al no estar dirigida la normativa a la regulación de la relación jurídica, sí que se origina de un modo indirecto, en tanto que con su contravención también se vulnera la normativa general de los contratos. Esta situación se ocasiona porque su vulneración genera una actuación de la aseguradora no ya sólo desprovista de buena fe, sino también porque tal hecho puede incidir en el consentimiento de los contratantes. Esto se debe a que si bien la transparencia y la certeza de la posición jurídica del cliente emisor u oferente al que se trata de atender mediante esta

---

to 217/2008, de 15 de febrero, lo cual estaría en consonancia con respecto a lo anteriormente citado por requerirse para ello de un medio de información de carácter personal, desde el art. 62.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se viene a indicar que les resultará de vinculación lo dispuesto en los arts. 63 a 66 del citado desarrollo reglamentario —y que es de aplicación siempre en favor de los clientes potenciales en base al art. 62.2— sólo en el caso de que las comunicaciones publicitarias contengan una oferta *"con cualquiera que responda a la comunicación"*, o una invitación a *"quien responda a la comunicación"*, es decir, cuando sean dirigidas en ambos casos al público en general. Además este tratamiento específico de las comunicaciones publicitarias como publicidad colectiva resulta corroborado en la excepción que se prevé en el art. 62.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. Esto se debe a que la exigencia de aplicación de los arts. 63 a 66 del citado cuerpo normativo para las comunicaciones publicitarias que contengan ofertas o invitaciones no resultará de aplicación cuando se refiera a un sujeto que aporte otros documentos y al que se identifica expresamente con la denominación de cliente potencial, y ello porque permitiría evidenciar así ya un previo contacto con el intermediario que impediría considerar que la oferta o invitación está formulada *ad incertam personam.*

La razón de ser que justifica tal distinción se debe a criterios no ya sólo dirigidos a la necesidad de especialización y a la correcta formación de la voluntad negocial, sino también a la integración del contrato.

En efecto, cuando nos encontramos ante un modo de comunicación colectivo el legislador lo regula para que la publicidad sea efectuada cumpliendo unos específicos requisitos que permitan adecuar las exigencias informativas a la especialidad del sector en el que se presta la actividad. Y además también lo hace para que cuando esta publicidad se configure a iniciativa del intermediario en una oferta o invitación *ad incertam personam* pueda exigirle el cumplimiento de unas normas que, aras de procurar una tutela adecuada al cliente, le garanticen la correcta comprensión del servicio propuesto, pero no con el fin de hacerlas vinculantes ya que tal circunstancia ya acontece, y así pues integra el contenido del contrato en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 del Cc, y 57 del Cco).

Ahora bien, cuando nos encontramos ante un modo de comunicación individual, el legislador lo regula, además de por la especialidad que requiere el sector en el que se presta el deber informativo, a efectos de convertir el trato individual y exclusivo hacia un cliente concreto en un trato serio y vinculante. Esta circunstancia se pone de manifiesto al exigirle a tal forma de comunicación el cumplimiento de unos requisitos que, además de garantizar la adecuada comprensión del servicio propuesto, la configuren en oferta *ad certam personam*, y así pues en criterio de integración del contrato, nuevamente en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 del Cc, y 57 del Cco).

exigencia de entrega documental no son requisitos esenciales 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.

3.º En el supuesto referente a la obligación de comunicar a la CNMV la realización de la actividad aseguradora acometida y la identidad de sus clientes, así como de incluir en su registro de operaciones el servicio prestado de forma que se pueda comprobar que han cumplido todas las obligaciones que se le imponen en relación con sus clientes emisores u oferentes, también se produce una incidencia de un modo indirecto en el ámbito contractual. Esto se debe por cuanto con la contravención de estas órdenes se procede a vulnerar la normativa general de los contratos al generarse una actuación del profesional desprovista del principio de buena fe contractual, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

4.º En referencia a la imposición de ciertas conductas informativas a los intermediarios que realizan el servicio de aseguramiento de emisiones u OPV durante un periodo de tiempo determinado y cumpliendo unos requisitos prefijados, el emisor u oferente puede reclamar mediante el ejercicio de una acción de responsabilidad civil contractual el resarcimiento de los daños que le son ocasionados, por una completa falta de ejecución de lo que es debido, o ante su realización de una forma defectuosa, desde la estimación de que estas exigencias de actuación detentan una incidencia en el contenido del contrato que mantienen con la aseguradora. Esta repercusión en el ámbito contractual se ocasiona porque estas disposiciones de carácter administrativo dirigidas a la ordenación y disciplina de las entidades operantes en el mercado de valores son normas de profesionalidad y confianza que desde un punto de vista jurídico ponen de relieve la existencia de deberes de protección en torno a la información abastecida derivados del principio de buena fe que ha de regir en todos los contratos. Esta circunstancia se produce porque si bien este principio de buena fe contractual 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 atiende a la creación de una apariencia jurídica para después contradecirla en perjuicio de quien puso su confianza en ella [113], y que entendemos que se encuentra enfatizado para este caso por la exigencia de cumplimiento prevista por las propias disposiciones de ordenación y disciplina del intermediario operante en el mercado de valores, vulnerándose de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinado así, que su práctica se torne inadmisible, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

5.º En alusión la exigencia a la entidad aseguradora de normas de ética profesional y de una organización determinada, si bien no se pueden configurar como una normativa contractual, sí que denotan una incidencia en las relaciones individuales

---

[113] En este sentido *vid.* las Sentencias del TS de 29 de enero de 1965, 31 de marzo de 1982, 21 de septiembre de 1987, 23 de febrero de 1988, 11 de mayo de 1988, 27 de marzo de 1991, 22 de octubre de 1992, 2 de febrero de 1996 y 9 de octubre de 1998.

entre la aseguradora y el cliente emisor u oferente de forma indirecta, permitiendo reclamar el resarcimiento por los daños ocasionados por una completa falta de ejecución de lo que es debido, o ante su realización de una forma defectuosa, a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual. Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas de conducta dirigidas a garantizar el desarrollo del servicio de inversión mediante la imposición de obligaciones puntuales derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos devienen en vinculantes mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 del Cc, y 57 del Cco) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia especifica 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 y que nuevamente entendemos que se encuentra vigorizada para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina del intermediario operante en el mercado de valores, contraviniendo de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinado así, que su práctica se torne inadmisible, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Ahora bien, además de la posibilidad de poderse exigir responsabilidad contractual al asegurador por el emisor u oferente desde los dos comentados ámbitos, también se le puede reclamar una responsabilidad de la misma naturaleza que sea ejercitada por los inversores.

En efecto, esta circunstancia sucede, procedente no ya de la relación jurídica derivada del pacto de garantía, sino de la surgida como consecuencia de éste, cuando los inversores hubiesen adquirido sus valores no ya desde la suscripción o compra al emisor u oferente, sino mediante su compra procedente de la propia titularidad del que ha hecho efectivo el compromiso de aseguramiento. De esta forma pues se advierte que también la entidad por su prestación de la función aseguradora puede contraer frente a tales inversores una responsabilidad de naturaleza contractual que permita poder acudir a tal vía para reclamar a la aseguradora en los casos en que las insuficiencias o inexactitudes en el contenido del folleto informativo ocasionasen un daño a aquellos adquirentes, al ser tal entidad aseguradora un sujeto de la relación jurídica entablada con el inversor y tratarse la deficiencia ocasionante del perjuicio de un elemento integrante del contrato, y ello sin perjuicio de las acciones civiles de regreso que la aseguradora pudiera ejercer contra el emisor u oferente [114].

---

[114] De esta forma consideramos que hay que matizar la estimación vertida por CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección..., op. cit.,* p. 170, de entender que no es factible la responsabilidad civil del asegurador frente al público inversor por no tener relaciones jurídicas con los inversores, y ello puesto que, si no, no se podría atender a observar al origen de la relación jurídica gestada entre la aseguradora y los inversores que adquiriesen sus valores —tal y como sí que ha resultado advertida por FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: *La responsabilidad civil..., op. cit.,* pp. 137 y 138 y RUBIO DE CASAS, M.G.: "Comentario al art. 18...", *op. cit.,* p. 416—, dado que si bien no surge directamente del compromiso asegurador, sí que se constituye como consecuencia de éste.

2. De naturaleza administrativa

En aras de velar por la observancia de las normas de actuación establecidas en el mercado de valores, entendiendo por tales las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contienen preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 y 2 de la LMV, y así pues a la aseguradora y al emisor u oferente de valores, y de tal modo con la pretensión de hacer efectivo el principio de protección de la clientela del que tales disposiciones surgen, en función del interés público que demanda una adecuada tutela se justifica la intervención de la entidad rectora de tal sector del mercado, esto es la CNMV, reconociéndosele el ejercicio de una serie de funciones que operan como un cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas.

Éstas son, en primer término, las facultades de supervisión e inspección (arts. 13 y 84 a 87 de la LMV) a través del ejercicio de una serie de funciones fundamentalmente informativas [115], y que a su vez también podrán utilizar para prestar cooperación con las autoridades competentes de los Estados miembros de la Unión Europea (art. 91 de la LMV), o de terceros países con los que hubiesen celebrado acuerdos de cooperación (art. 91 quáter de la LMV).

---

[115] En aras de que las funciones de supervisión e inspección puedan ser realizadas óptimamente, la CNMV dispondrá del ejercicio de una serie de facultades. Éstas son, en función de lo establecido en el art. 85 de la LMV, el derecho a:

a) Acceder a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir una copia del mismo.

b) Requerir información de cualquier persona y, si es necesario, citar y tomar declaración a una persona para obtener información.

c) Realizar inspecciones con presencia física en cualquier oficina o dependencia de las entidades y empresas.

d) Requerir los registros telefónicos y de tráfico de datos de que dispongan.

e) Requerir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones establecidas en esta Ley y sus normas de desarrollo.

f) Solicitar el embargo o la congelación de activos.

g) Exigir la prohibición temporal para ejercer actividad profesional.

h) Recabar de los auditores de las empresas de servicios de inversión cualquier información que hayan obtenido en el ejercicio de su función.

i) Adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse que las empresas de servicios de inversión sigan cumpliendo los requisitos legales.

j) Acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que las personas físicas o jurídicas puedan hacer en el mercado de valores.

k) Remitir asuntos para su procesamiento penal.

l) Autorizar a auditores o expertos a llevar a cabo verificaciones o investigaciones, de acuerdo con lo previsto en la letra c) del apartado 4 del artículo 91 de la LMV.

m) En el ejercicio de la función de comprobación de la información periódica a que se refiere el artículo 35.4 de la LMV, la CNMV podrá recabar de los auditores de cuentas de los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europa, mediante requerimiento escrito, cuantas informaciones o documentos sean necesarios, de conformidad con lo establecido en la Ley 19/1988, de 11 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Y en segundo lugar, y basada en las facultades coercitivas detentadas por la CNMV, también se le viene a atribuir —junto a la convergencia de otras entidades [116]— una potestad sancionadora administrativa (arts. 13 y 84 de la LMV) [117] que resulta concretada mediante un régimen de infracciones y sanciones (arts. 95 a 106 de la LMV) que será de aplicación cuando se violasen las normas de ordenación y disciplina tipificadas en el elenco de infracciones establecidas en los arts. 99, 100 y 101 de la LMV.

Así pues y como consecuencia de tal tipificación, la aseguradora asume una responsabilidad administrativa cuando infrinja las reglas disciplinarias provenientes de las normas precontractuales [118], de documentación contractual [119], de ejecución de las operaciones [120], de información a la clientela [121], y de las normas de conducta establecidas en el Título VII de la LMV [122], en el código general de conducta, así

---

[116] En efecto, junto a la competencia de la CNMV para la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores [art. 97.1.a) de la LMV] y la imposición de sanciones por infracciones graves y leves [art. 97.1.b) de la LMV], así como para proponer al Ministerio de Economía y Hacienda la imposición de sanciones muy graves [art. 97.1.c) de la LMV], también tienen capacidad sancionadora el Ministerio de Economía y Hacienda, que a propuesta de la CNMV, y previo informe de su comité consultivo, será el legitimado para la imposición de sanciones por infracciones muy graves [art. 97.1.c) de la LMV], así como el Consejo de Ministros, por cuanto es el competente para imponer la sanción de revocación de la autorización inicialmente concedida a la entidad [art. 97.1.c) de la LMV]. No obstante lo anterior, también debe tenerse en cuenta la regla especial por la que si la entidad infractora fuese una entidad de crédito la imposición de la correspondiente sanción exigirá el informe preceptivo y previo del Banco de España.

[117] Ambas facultades de supervisión e inspección, así como de incoación e instrucción de los expedientes sancionadores, se reconocen a favor de la CNMV, sin perjuicio de que en base a los arts. 84.7 y 97.2 de la LMV correspondan a las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas en las normas orgánicas que distribuyan las competencias en el ámbito interno en la respectiva Comunidad Autónoma y en relación con los organismos rectores de mercados secundarios de ámbito autonómico y sobre las demás personas o entidades referidas en los arts. 84.1 y 2 de la LMV, en referencia a las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en tales mercados.

[118] Sobre las sanciones administrativas aplicables como consecuencia del incumplimiento de las normas precontractuales *vid.* los arts. 99.t), 99.z) bis y 100.m) de la LMV.

[119] Sobre las sanciones administrativas aplicables por la inobservancia de las normas de documentación contractual *vid.* los arts. 99.p), 99.z) bis y 100.m) de la LMV.

[120] Sobre las sanciones administrativas establecidas en caso del incumplimiento de las normas reguladoras de la ejecución de las operaciones *vid.* los arts. 99.l), 99.l) bis, 99.ll), 100.b) y 100.p) de la LMV.

[121] Sobre las sanciones administrativas que resultan de aplicación por el incumplimiento de las normas de información a la clientela *vid.* los arts. 99.z) bis y 100.m) de la LMV.

[122] En este sentido *vid.* sobre la vulneración del deber de llevar una ordenación adecuada el art. 99.1.e), e) bis y l) de la LMV, en relación con la sanción por el deber de prevenir y dejar constancia de cualquier tipo de interés el art. 99.1.z) de la LMV, en referencia a las infracciones en materia de información privilegiada los arts. 99.o), o) bis y 100.1.r) y x) de la LMV, en alusión a la violación de las obligaciones contempladas en el art. 83 ter de la LMV los arts. 99.1 j) y 100.1.w) de la LMV, y en general reconociendo una sanción para la infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, el art. 100.1.t) de la LMV.

como en el reglamento interno de conducta (123), resultando especialmente referibles las ocasionadas por desarrollar prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado [art. 99.i) y 100.w) de la LMV], así como las provenientes del suministro a la CNMV de información engañosa o que omitiese maliciosamente aspectos o datos relevantes [art. 99.m) de la LMV] (124).

---

(123) Nada dicen las disposiciones sancionatorias contempladas por la LMV, de una forma expresa, en relación con la infracción de las normas disciplinarias contempladas tanto en el código general de conducta como en el reglamento interno de conducta. Así las cosas, se podría argumentar que tales disposiciones, al no poder ser denominadas como normas de ordenación y disciplina al no acoger directamente la noción contemplada por el art. 95.2 de la LMV, que las 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 n.º 2 del mismo y que sean de obligada observancia de las mismas*", no podría tampoco considerarse que con su incumplimiento se incurriese en una responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el Capítulo II del Título VIII de la LMV Ahora bien, dado que desde la LMV se exige que en tales normas disciplinarias se tendrá que proceder a concretar los preceptos contemplados en el Título VII de la LMV y en sus disposiciones de desarrollo, en cuanto su contenido sea una concreción de lo previsto en tales normas, sí que podrán considerarse como norma de ordenación y disciplina del mercado de valores, y por consiguiente sí que se posibilitará de tal forma dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas a través del precepto contemplado en el art. 100.t) de la LMV, en el que se procede a tipificar la vulneración de las normas de conducta en un sentido general.

(124) Por la comisión de infracciones tipificadas en el art. 99 de la LMV como muy graves, en base al art. 102 de la LMV, se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades: el quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 5% de los recursos propios de la entidad infractora, el 5% de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 600.000 euros.

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años.

c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por un plazo no superior a cinco años.

d) Exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario o en un sistema multilateral de negociación.

e) Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión. Si se trata de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español.

f) Suspensión en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera por plazo no superior a cinco años.

g) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

h) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad de las previstas en el apartado 1 y en las letras b) y d) del apartado 2 del artículo 84 por plazo no superior a diez años.

Ahora bien, si se tratase de la comisión de infracciones tipificadas en el art. 100 de la LMV, como graves, en base al art. 103 de la LMV, se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

Pero además, también la emisora u oferente contraerá una responsabilidad administrativa cuando no facilitase a la CNMV las informaciones que les solicitase, y ello desde su consideración como una infracción muy grave por el art. 99.ñ) de la LMV.

VII. EXTINCIÓN DEL CONTRATO

Dado que habitualmente el aseguramiento de emisiones u OPVs se presenta como un pacto adicional al contrato de colocación de valores, se extingue:

— En primer lugar, por haberse efectuado la colocación de los valores en el período determinado.

— En segundo término, por la adquisición por el asegurador de los valores no colocados en el proceso de colocación.

— En tercer lugar, en el supuesto de medidas sancionadoras que afecten a la capacidad de actuación del asegurador en base al art. 280 Cco [125].

— En cuarto lugar, en el caso de situación concursal del asegurador [126]. En efecto, esta última circunstancia se debe a que nos encontramos ante un supuesto especial en el que no resulta de aplicación la norma general de vigencia de los contratos establecida por el art. 61 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, y ello por razón del art.

---

a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el doble del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 2% de los recursos propios de la entidad infractora, el 2% de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 300.000 euros.

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a un año.

c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por plazo no superior a un año.

d) Suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera.

[125] En este sentido *vid.* CACHÓN BLANCO, J.E.: *Los contratos de dirección..., op. cit.,* p. 172.

[126] En este sentido *vid.* ROLDÁN FERNÁNDEZ, J.J.: "La insolvencia de las empresas de servicios de inversión", AA.VV., *Estudios sobre la Ley concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia,* Ed. Marcial Pons, Madrid, 2005, pp. 5547 a 5578; VALENZUELA GARACH, F.: "La Ley concursal española de 9 de julio de 2003 como guía legislativa para el tratamiento de las crisis de las entidades financieras", *Estudios sobre la Ley concursal… op. cit.,* pp. 5739 a 5791; MAYORGA TOLEDANO, M.C.: "Crisis e insolvencia de las entidades de crédito", *Estudios sobre la Ley concursal..., op. cit.,* pp. 5439 a 5450; PEÑAS MOYANO, M.J.: "Régimen concursal especial aplicable a las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras", *Estudios sobre la Ley concursal..., op. cit.,* pp. 5451 a 5484; PIÑEL LÓPEZ, E.: "La Ley concursal y las entidades de crédito", *Estudios sobre la Ley concursal..., op. cit.,* pp. 5485 a 5510.

63 del citado cuerpo legal [127], en el que se viene a establecer que tal precepto general no será utilizado cuando la Ley disponga la extinción del contrato como consecuencia de una situación concursal, y así pues, por la vía del art. 1732.3 del Cc y no por la del art. 280 del Cco. La razón de esta distinción se justifica en que, si bien la disposición adicional primera de la Ley 22/2003, de 9 de julio, establece que todas las referencias a la quiebra contenidas en preceptos legales que no hayan sido expresamente modificados por la Ley se entenderán realizados al concurso en el que se haya producido la apertura de la fase de liquidación, y por ello, si nos atenemos a la literalidad de la Ley, esta circunstancia solamente permite que la alusión normativa referente al mandato en el caso de concurso o insolvencia del mandatario permita la extinción del contrato con la apertura de la fase de liquidación y también desde que hay insolvencia, mientras que hará falta inhabilitación del concursado (con la calificación del concurso como culpable) en el caso de la comisión al hacer tal art. 280 del Cco, sólo la referencia a la inhabilitación del comisionista.

(127) Sobre los efectos de la quiebra en los contratos *vid.* GÓMEZ MENDOZA, M.: "Efectos del concurso sobre los contratos", *Estudios sobre la Ley concursal..., op. cit.,* pp. 2787 a 2828; MARTÍNEZ ROSADO, J.: "Los efectos de la declaración de concurso sobre los contratos con obligaciones recíprocas (arts. 61 a 63 de la Ley 22/2003, de 9 de julio)", *Estudios sobre la Ley concursal..., op. cit.,* pp. 2949 a 2974.

LA *DERIVATIVE ACTION* COMO MEDIO DE TUTELA DE LA POSICIÓN JURÍDICA DE SOCIO EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

FERNANDO MARÍN DE LA BÁRCENA

Profesor Contratado Doctor en Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

El objetivo del trabajo es analizar la efectividad del régimen legal sobre legitimación subsidiaria de los accionistas para el ejercicio de la acción social de responsabilidad de administradores como elemento del sistema de normas sobre control de la administración en el ámbito de las sociedades cotizadas (Corporate Governance). A partir del estudio de la jurisprudencia norteamericana sobre la denominada "derivative action", del régimen legal alemán (§§ 147-149 AktG) y de la derivative claim inglesa (ss. 260 a 264 Companies Act 2006), se sugieren los elementos que deberían tenerse en cuenta en una futura reforma del art. 134.4 de la LSA.

Palabras clave: *Gobierno corporativo, sociedades cotizadas, acción social de responsabilidad, tutela de la minoría.*

ABSTRACT

The aim of this article is to study the effectiveness, as instrument of corporate governance, of the Spanish regulation about the shareholder's right to bring a suit against the listed companies' directors (s. 134.4 LSA). The study of the American experience about the so called "derivative action", the German legal regime (§§ 147-149 AktG) and the new English statutory derivative claim (ss. 260 to 264 Companies Act 2006), brings the author the possibility to suggest the elements that should be considered in a future reform of the s. 134.4 LSA.

Key words: *Corporate governance, listed companies, derivative action, minority shareholder protection.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

1. Justificación y sentido del trabajo.
2. Ordenación sistemática elegida.

II. PRESUPUESTOS SOCIOECONÓMICOS Y POLÍTICO-JURÍDICOS.

1. Realidad subyacente a las sociedades cotizadas.
2. Tendencias de política jurídica: eficacia preventiva o compensatoria.

III. ELEMENTOS CARACTERIZADORES DE LAS NUEVAS REGULACIONES SOBRE LEGITIMACIÓN DE LOS SOCIOS PARA EL EJERCICIO DE LA ACCIÓN SOCIAL.

1. Requisitos de legitimación de la minoría.
2. Ámbito objetivo de aplicación y controles de mérito.

IV. CONSIDERACIONES PARA UNA FUTURA REFORMA DEL SISTEMA ESPAÑOL.

1. Órgano competente para decidir sobre el ejercicio de la acción.
2. Ámbito objetivo de aplicación, control de legitimidad y transacción.
3. Requisitos de legitimación, medidas de control de los abusos y fomento del ejercicio de acciones legítimas.
4. Conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN

1. Justificación y sentido del trabajo

El esfuerzo empleado en las últimas décadas en mejorar las reglas sobre composición y funcionamiento interno de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas devendría inútil sin un sistema adecuado de normas que permitan exigir la responsabilidad en caso de incumplimiento de los deberes de fidelidad, lealtad y diligencia de los administradores sociales (en la terminología anglosajona, sistema de *enforcement*). La finalidad del presente estudio es analizar la funcionalidad de uno de los instrumentos que forman parte de ese sistema: la legitimación de la minoría para el ejercicio de la acción social de responsabilidad de administradores (art. 134.4 de la LSA).

Se trata de una cuestión de cierta importancia a la que los expertos y el legislador español han prestado escasa atención. El *Informe Aldama* (hecho público el 8 de enero de 2003) apuntó la conveniencia de "facilitar" el ejercicio de la acción social de responsabilidad en las sociedades cotizadas, pero la Ley de Transparencia (de 17 de julio de ese año) se limitó a prohibir a los administradores el ejercicio del derecho de voto de las acciones cuya representación se haya obtenido mediante representación pública en el acuerdo de Junta General sobre exigencia de responsabilidad (cfr. art. 114 de la LMV). Posteriormente, el *Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (de 19 de mayo de 2006) recomendó que se reconociese legitimación "directa" a la minoría para el ejercicio de la acción por deslealtad, así como un endurecimiento de las sanciones para este tipo de incumpli-

mientos, si bien se trata de una propuesta manifiestamente incompleta que no parte de una ponderación detenida de los distintos intereses en juego [1].

Esta parálisis legislativa contrasta con lo ocurrido en los Ordenamientos de nuestro entorno. En Alemania, el régimen de la legitimación de los socios para el ejercicio de la acción social fue reformado mediante la Ley sobre el Control y la Transparencia en el sector empresarial (KonTraG, de 27 de abril de 1998) y posteriormente por la Ley para la Integridad de la Empresa y la Modernización del Derecho de Impugnación (UMAG, de 22 de septiembre de 2005), que lo configuró como un procedimiento de admisión de demanda para grupos accionariales (§ 148 AktG). El art. 129 del *Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria* (d.lg. de 24 de febrero de 1998), por primera vez en el Derecho italiano, reguló la legitimación directa de la minoría para promover la acción social de responsabilidad y se establecieron ciertos requisitos para evitar su ejercicio abusivo. La Ley de Delegación para la Reforma del Derecho Societario de 3 de octubre de 2001 extendió el régimen a todo tipo de sociedades, lo que se llevó a efecto mediante el Decreto Legislativo de 17 de enero de 2003, núm. 6, que introdujo el art. 2393 bis en el *Codice Civile*. Finalmente, la *Legge 28 dicembre 2005, n. 262, "Disposizione per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"*, redujo los porcentajes necesarios para el ejercicio de las acciones. La regulación más completa y moderna procede del Reino Unido, que elevó a rango de Ley las reglas del Derecho Común sobre las *derivative claims* (arts. 260 y ss. *Companies Act* 2006; *regla* 19.9 *de las Civil Procedure (Amendment) Rules*), en vigor desde el 1 de octubre de 2007.

2. Ordenación sistemática elegida

A modo de introducción, hemos considerado conveniente destacar las especialidades que presenta la realidad subyacente a las sociedades que recurren al mercado de capitales como medio de financiación para la empresa y los problemas de política jurídica que esto plantea (apartado II). A continuación, revisaremos los aspectos fundamentales de las nuevas regulaciones, sobre todo alemana e inglesa, sobre esta materia: órgano competente para valorar sobre la legitimidad de la acción y ámbito objetivo de aplicación y medidas para el control de los abusos y fomento del ejercicio de acciones que persigan fines legítimos (apartado III). Finalmente, expondremos los elementos fundamentales que, a nuestro juicio, debería contener una futura reforma del art. 134.4 de la LSA en el ámbito de las sociedades cotizadas (apartado IV).

Como corresponde a un trabajo de esta naturaleza prestaremos especial atención a la evolución y estado actual del Derecho comparado en esta materia, sobre todo a la

---

[1] Con todo, debe destacarse la importante contribución del Profesor Cándido PAZ-ARES, no sólo en lo que se refiere a las cuestiones de carácter sustantivo (distinto tratamiento a la falta de diligencia que a la deslealtad), sino también respecto de las acciones para exigir la responsabilidad, con una propuesta concreta de reforma de los artículos 133 a 135 de la LSA (cfr. PAZ-ARES, C.: "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", *RdS*, núm. 20, 2003-1, pp. 67 y ss.).

derivative action como medio de control del órgano de administración en las *public corporations* estadounidenses. El Derecho de este país es de estudio obligado, conscientes de sus especialidades de todo orden [2].

II. PRESUPUESTOS SOCIOECONÓMICOS Y POLÍTICO-JURÍDICOS

En la concepción tradicional del Derecho español de sociedades de capital corresponde a la Junta General la competencia para valorar si resulta conforme al interés social ejercer, renunciar o transaccionar la acción contra los administradores para la indemnización de los daños causados al patrimonio social. En principio, la decisión de la mayoría sólo debería ser impugnable si contraviniese normas legales o estatutarias, o lesionase el interés de la sociedad en beneficio de uno o varios socios o de terceros (art. 115 LSA). Este sistema se altera mediante el reconocimiento de la legitimación subsidiaria de la minoría para el ejercicio de la acción en beneficio de la sociedad (art. 134.3 LSA) o el derecho de veto ante la renuncia o transacción (art. 134.2 LSA). En estos casos, el legislador atribuye a una minoría cualificada el poder excepcional de determinar el interés social con preferencia a la decisión de la mayoría porque se presupone que la alineación entre los socios mayoritarios y los administradores invalida *ab initio* su decisión.

El criterio de la minoría que decide interponer la demanda no se cuestiona. Esto es así porque se considera que el ejercicio de la pretensión tiene siempre un efecto beneficioso en términos económicos (el riesgo de perder en el proceso, con imposición de costas, lo asume la minoría demandante en beneficio de la sociedad) y se razona en términos de derecho patrimonial: el "daño indirecto" sufrido por los minoritarios como consecuencia de la lesión del patrimonio social *debe ser* indemnizado [3]. Es evidente que el art. 134.3 LSA se configuró como un instrumento para la resolución de

---

[2] Este trabajo es una versión corregida de la comunicación que presenté en el *IV Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios* celebrado en octubre de 2006 sobre el tema Shareholders Rights in Listed Companies. Quiero expresar mi agradecimiento al profesor Juan Sánchez-Calero Guilarte por el esfuerzo empleado en la organización de dichos seminarios y a las personas, instituciones y empresas que, en esta y en anteriores ocasiones, han hecho posible su celebración y posterior publicación de las ponencias.

[3] Cfr. GARRIGUES, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo I, 2.ª edición, Madrid, 1955, p. 420, que afirma: "Es preciso, además, reconocer que si bien el daño se causa directamente al patrimonio social, en definitiva quien lo soporta es el accionista que ha contribuido a la formación de ese patrimonio". En un sentido parecido, cfr. POLO SÁNCHEZ, E.: "Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima (arts. 123 a 143 de la LSA)", en AA.VV, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dir. Uría, R./Menéndez, A./Olivencia, M., Ed. Civitas, tomo VI, Madrid, 1992, p. 299. Para un enfoque más general, asociado con el fundamento de los derechos de minoría, *vid.* JUSTE MENCÍA, J.: "La legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social", en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores*, dir. E. Beltrán-A. Rojo, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2005, p. 117.

conflictos entre grupos de accionistas estables (mayoría-minoría), típico de sociedades cerradas [4].

1. Realidad subyacente a las sociedades cotizadas

La funcionalidad de los instrumentos societarios tradicionales de resolución de conflictos mayorías-minorías en el ámbito de las sociedades cotizadas depende de las especialidades que plantea la realidad subyacente a la que resulta aplicable la regulación. La fundamental se refiere a la composición del accionariado y a la forma en que se presentan los conflictos entre socios en este tipo de sociedades. Es sabido que la mayoría de los mercados de la Europa continental presentan cierta concentración de la propiedad del capital, que permite distinguir dos tipos de socios. Los accionistas-empresariales, integrados en el grupo de referencia que controla el Consejo de Administración (y la Junta General), rentabilizan su inversión a largo plazo mediante el crecimiento y los beneficios derivados de la actividad desarrollada por la sociedad. Entre los socios que integran este grupo de referencia puede surgir un conflicto mayorías-minorías estable, idéntico al que se presenta en una sociedad cerrada, pues, aunque dispongan de la posibilidad de desinvertir, esta solución no responde a sus intereses. Dicho conflicto se regula normalmente *ex ante*, mediante pactos parasociales, cuyo ámbito se extiende en muchos casos a las posiciones de control de varias sociedades.

La particularidad de las sociedades bursátiles deriva precisamente de la cotización en los mercados de capital y, por consiguiente, de la presencia junto a los accionistas de control o referencia de accionistas-inversores, desprovistos de *affectio societatis* y con intereses diversos a los integrantes del grupo de control. Este tipo de accionistas, sean institucionales o meros particulares, organizados o no en asociaciones de accionistas y con mayor o menor perfil profesional, tienen un interés exclusivamente especulativo (cotización y dividendo) y, ante una situación de conflicto con el grupo de referencia, se limitarán a liquidar su participación e invertir sus capitales en otro lugar (*exit option*). Aunque optasen por una estrategia de permanencia (*voice option*), fomentada últimamente mediante determinadas medidas legales, los inversores institucionales o colectivos carecen de incentivos para promover una acción de responsabilidad contra los miembros del *management*, pues en muchas ocasiones exis-

---

[4] Lo cierto es que no tienen ninguna utilidad en ese contexto. La reintegración del patrimonio social menoscabado no sirve de nada al minoritario, pues continuará manejado por los administradores elegidos por la mayoría. La acción social se utiliza como instrumento de litigación estratégica (v. gr. junto con la acción de exclusión del socio-administrador condenado a indemnizar a la sociedad en una SRL) y a falta de otra solución adecuada. Hace tiempo que la Jurisprudencia estadounidense admite el ejercicio de acciones individuales para la indemnización de la cuota-parte de los daños causados al patrimonio social en las *close corporations* [cfr. § 7.01 (d) *Principles of Corporate Governance]* y en el Derecho anglosajón existen procedimientos que permiten, entre otras medidas, la separación del socio minoritario ante situaciones de opresión de la minoría (cfr. arts. 994 y ss. CA'06, que regulan los *unfair treatment proceedings*). Es improrrogable que el legislador español regule un procedimiento en este sentido y, entre tanto, mediante una corrección teleológicamente fundamentada del tenor literal del art. 135 de la LSA, se admita la reclamación individual del "daño indirecto" en situaciones de abuso (cfr. sobre esta cuestión COX, J.D./THOMAS, S.R.: "Common Challenges Facing Shareholder Suits in Europe and the United States", *ECFR*, 2-3, 2009, p. 350 y n. 9).

te identidad entre los inversores institucionales y los accionistas de referencia y, en cualquier caso, no contemplan los institutos judiciales (derechos de ruptura) como medios adecuados para la protección de sus intereses. Un enfrentamiento con los administradores puede perjudicarles en otro tipo de relaciones (v. gr. como proveedores de servicios de financiación, etc.) y una negociación bilateral, confidencial, evita la publicidad que afecta negativamente a la imagen de la compañía en la que han decidido invertir y, por consiguiente, a la suya propia. En cuanto a los pequeños inversores dispersos es conocida su "apatía racional" y los problemas que entraña su actuación colectiva, que está por ver si pueden solventarse mediante las "asociaciones de accionistas" (5).

En definitiva, como coinciden en afirmar todos los autores, la acción social de responsabilidad de administradores, incluso tras las reformas legales emprendidas en los Ordenamientos de nuestro entorno, no constituye un instrumento eficaz de Gobierno Corporativo, pues no se ha conseguido solventar el problema básico: los accionistas carecen de incentivos para interponer una acción de la que no obtienen ningún beneficio directo (6).

La segunda consideración que estimamos oportuno realizar se refiere a la función que cumplen las normas sobre responsabilidad de administradores en el ámbito de las sociedades cotizadas. Hay que reconocer que la función tradicional *compensatoria* (reintegración del patrimonio en beneficio de la sociedad e indirectamente de los socios) pasa a un segundo plano. Los costes directos (peritos, abogados) e indirectos (tiempo empleado por los administradores en preparar su defensa, conflicto interno en el OA) asociados al proceso judicial superarán en muchos casos los beneficios esperados de la reintegración del patrimonio menoscabado por el comportamiento antijurídico de los administradores (quizá cuantitativamente exigua en relación con el volumen de negocio de la empresa). La especial sensibilidad de los mercados de capitales a las

---

(5) Las ideas expresadas en el texto son comunes en trabajos sobre sociedad cotizada. *Vid*. ALCALÁ DÍAZ, M.A.: "Revisión del derecho del socio a la impugnación de acuerdos de la junta general y tutela de la minoría en la sociedad cotizada", AA.VV., "*Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, dir. F. Rodríguez Artigas y otros, tomo I, Ed. Thomson-Aranzadi, 1.ª edición, Cizur Menor, 2006, pp. 641, 643 y 663; ALONSO LEDESMA, C.: "Las asociaciones de accionistas", en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, dir. F. Rodríguez Artigas y otros, tomo I, Ed. Thomson-Aranzadi, 1.ª Edición, Cizur Menor, 2006, pp. 513-514; ESTEBAN VELASCO, G.: *El poder de decisión en las sociedades anónimas*, Ed. Civitas, Madrid, 1982, pp. 548 y ss. FERRI, G.: *Manuale di Diritto Commerciale*, Ed. UTET, Milán, 2006, pp. 430-432. Sobre todo, resulta de gran interés el trabajo de GARRIDO, J.M.ª: *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Ed. Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002, *passim*. En particular, respecto de los inversores institucionales en España, cfr. p. 227 y pp. 277-278.

(6) BAUMS, T./SCOTT, K.E.: "Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany", working paper, noviembre de 2003 (última revision: invierno 2005), disponible en <ssrn.com>, p. 13; REISBERG, A.: "Shareholders' Remedies: The Choice of Objectives and the Social Meaning of Derivative Actions", *EBOLR*, núm. 6, 2005, p. 235; RECALDE, A.: "Los administradores de las sociedades anónimas en un entorno de Buen Gobierno", *RVEH*, núm. 7, 2003, p. 69; RISCOSSA, M.: "Art. 129. Azione Sociale di Responsabilità", en AA.VV.: "La Legge Draghi e le società quotate in borsa", dir. G. Gottino, Ed. Utet, Turín, 1999, p. 174.

informaciones sobre irregularidades en el funcionamiento interno de la sociedad o de su actuación en el tráfico (v. gr. pagos ilegales a *lobbies* políticos; incumplimiento de normativa fiscal, de seguridad social o laboral con imposición de sanciones, etc.), que podrían trascender al público en el marco de un proceso judicial de responsabilidad de administradores, puede implicar un elevado coste reputacional para la sociedad e incluso una caída en el valor de cotización de las acciones (7). En estas condiciones, es evidente que la decisión sobre si resulta conveniente para el interés social interponer o no una acción de responsabilidad, renunciar a ella o llegar a un acuerdo transaccional y sus términos resulta bastante más compleja que en la mayoría de pequeñas sociedades cerradas y, si se hace depender de un cálculo costes-beneficios, será negativa en la mayoría de los casos.

La litigiosidad abusiva, que ha preocupado desde siempre al legislador en esta materia, es un problema típicamente estadounidense. El abuso se debe a las reglas sobre costas procesales (cada parte asume las suyas, sin consideración al vencimiento excepto en casos de temeridad o abuso) y al sistema de retribución de los abogados (pactos de honorarios en una *contingency fee basis*) que se han convertido en el verdadero motor del ejercicio de este tipo de acciones. En muchos casos se acumulan con acciones colectivas de indemnización basadas en la infracción de la normativa sobre mercado de valores que permiten un resarcimiento directo del daño (*class action*). Las indemnizaciones que se solicitan en este tipo de demandas son multimillonarias y no sólo afectan a los administradores sino también a la sociedad, por lo que se solucionan normalmente mediante acuerdos extrajudiciales que comprenden el pago, por la sociedad, de los honorarios de los Letrados del demandante.

2. Tendencias de política jurídica: eficacia preventiva o compensatoria

Es sabido que la regulación en materia de Gobierno Corporativo ha evolucionado sustancialmente durante las últimas décadas, tanto en el fondo como en la forma. Mediante los "Códigos" de Buen Gobierno se propició la reforma de la composición y reglas de funcionamiento interno de los Consejos, con el objetivo de alinear los intereses de los gestores con los distintos tipos de accionistas (Consejeros Independientes, Comité de retribuciones, Comité de auditoría, etc.). Los países de la Europa continental siguieron la estela del Derecho estadounidense, donde la protección de los diversos intereses afectados por la actuación de las sociedades cotizadas se ha realizado en y desde la normativa sobre el mercado de capitales, por varias razones de carácter político-económico (regulación federal sólo en ese ámbito, recurso al ahorrador como medio primordial de financiación de la gran empresa, etc.). De esta forma, el Derecho de Sociedades se adaptaba a las necesidades del mercado en el que las empresas buscan

(7) Los autores norteamericanos han destacado este extremo: desde un punto de vista compensatorio del daño causado, difícilmente se explica la existencia de la *derivative action* en el ámbito de las *public corporations* (cfr. DAVIES, K.B.: "The Forgotten Derivative Suit", *Vanderbilt Law Review*, noviembre de 2007, pp. 38-39, disponible en <ssrn.com>).

su financiación y lo hacía sometiéndose a sus reglas (Códigos de voluntaria aplicación bajo sanción de respuesta desfavorable del mercado).

A partir de la presente década se observa una variación en la técnica reguladora, en parte motivada por los escándalos financieros que afectaron al sistema estadounidense. La escasa preparación de nuestros mercados para imponer determinadas reglas a los operadores, más allá de ciertos cambios superficiales, obligó a establecer las reformas mediante Ley. La regulación se orientó hacia el reforzamiento o adaptación de los institutos jurídicos tradicionales del Derecho de Sociedades sobre control del órgano de administración: "revitalización" de la Junta General (reglamento, competencias implícitas, etc.) y fomento del ejercicio de los derechos de socio con ocasión de su celebración (derecho de convocatoria o complemento del orden del día, ejercicio de los derechos de información, asistencia y voto por medios electrónicos, etc.).

El cambio de sentido se justifica en la idea de que un mejor funcionamiento del órgano de los socios potenciaría el interés de los inversores en participar en el gobierno de la sociedad. Tal interés se ha detectado ya en los inversores institucionales, bien porque su participación no es fácilmente liquidable en el mercado, bien porque deben hacerlo en cumplimiento de medidas de carácter legal que pretenden fomentar la competencia entre los fondos que más aporten al mejor gobierno de las empresas que forman parte de su portafolio (v. gr. intervención obligatoria en el Buen Gobierno, obligaciones de transparencia sobre su actuación, etc.). En cuanto al accionista individual, se confía en el asociacionismo y en que un mayor acceso a la información implicará la reducción de los costes inherentes a la actuación colectiva (cfr. la *class action* introducida en la *Legge Finanziera* italiana de 2008). Todo ello se acompaña de medidas de fomento de la transparencia sobre determinados aspectos organizativos internos y de la estructura de propiedad de la sociedad (v. gr. publicidad sobre retribución de administradores, informe anual sobre gobierno corporativo, participaciones significativas, pactos parasociales, etc.) [8].

Las regulaciones de "segunda generación" sobre legitimación de la minoría para el ejercicio de la acción social han seguido esta tendencia. Se trata de modernizar los instrumentos tradicionales, con una tímida adaptación a las especialidades de la sociedad cotizada y, sin perjuicio de analizar seguidamente los elementos esenciales del régimen en cada Ordenamiento, lo más destacable desde un punto de vista de política jurídica ha sido la atribución a los Tribunales de Justicia de la competencia para decidir sobre la conveniencia de interponer la acción y la determinación de los criterios que han de guiar la decisión judicial, que varían según las Jurisdicciones.

---

[8] Una exposición clarificadora de esta evolución puede leerse en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: "Administradores y junta general: nuevas y viejas reflexiones sobre distribución y control del poder en las sociedades cotizadas", *RDBB*, núm. 104, octubre-diciembre de 2006, pp. 88-100; SÁNCHEZ CALERO, F.: "El declinar de la Junta y el buen gobierno corporativo", *RDBB*, núm. 104, octubre-diciembre de 2006, pp. 10-14; MONTALENTI, P.: "Corporate Governance: la tutela delle minoranze nella reforma delle società quotate", *Giur. Comm.*, 1998, pp. 330 y ss.; RECALDE, *op. cit.,* pp. 52-77, en especial, p. 69; GUERRA MARTÍN, G.: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2003, pp. 529 y ss.

III. ELEMENTOS CARACTERIZADORES DE LAS NUEVAS REGULACIONES SOBRE LEGITIMACIÓN DE LOS SOCIOS PARA EL EJERCICIO DE LA ACCIÓN SOCIAL

1. Requisitos de legitimación de la minoría

Una característica esencial de las nuevas regulaciones sobre legitimación de la minoría para el ejercicio de la acción social es que ésta se concibe como subsidiaria, pero ya no surge ante la falta de acuerdo de la Junta General, órgano llamado a pronunciarse en todo caso en el régimen español vigente, sino ante la inactividad de la sociedad previamente requerida mediante una intimación al Consejo (cfr. § 148 AktG; s. 262.2 CA). Con ello se evita la publicidad negativa inherente a la inclusión en el orden del día de semejante cuestión (si la hay) (9), pero también se cercena el acceso a la información que pueden obtener los socios con ocasión de su celebración (art. 112 de la LSA). En estas condiciones resultará difícil elaborar un escrito de solicitud de admisión a trámite de la demanda en el que se justifique la apariencia de buen Derecho, sobre todo si se piden pruebas documentales para justificar un *prima facie case*, como ocurre en el sistema anglosajón (cfr. art. 261.2 CA, regla 19.9 A).

Con excepción del Derecho inglés, que mantiene su tradición de atribuir legitimación al accionista individual, los requisitos para el ejercicio de la acción se han dulcificado respecto de los exigidos con carácter general para las sociedades cerradas y son distintos de los que rigen otros derechos de minoría cualificada, como el de solicitud de convocatoria de la Junta General (10).

En el Derecho italiano se ha situado en el 2,5% de la cifra de capital social (o porcentaje menor establecido en los estatutos), que es idéntico para el requerido para oponerse válidamente al acuerdo de la mayoría sobre renuncia o transacción, a salvo ciertas dificultades que plantea la inclusión en el cálculo de las acciones sin voto (cfr. art. 2393 *bis* 2 *Codice Civile*). El Derecho belga prevé esta posibilidad para socios titulares del 1% de los derechos de votos o que representen una fracción de la cifra de capital equivalente a 1.250.000 euros (cfr. art. 562 BCC). La legislación alemana requiere el 1% de la cifra de capital social o la tenencia de acciones cuyo valor (nominal) alcance los 100.000 €, pero mantiene en el 10% el porcentaje necesario de partici-

---

(9) Según algún estudio empírico, la noticia de que se ha interpuesto una *derivative action* contra los administradores apenas tiene incidencia (ni positiva ni negativa) en el valor de cotización de las acciones (cfr. FISCHEL, D.R./BRADLEY, M.: "The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: a theoretical and empirical analysis", *Cornell L. Rev.*, núm. 71, pp. 282-283). El problema lo plantean las informaciones sobre la actuación de la empresa en el mercado que puedan descubrirse durante la tramitación del proceso judicial (KRIEGER, *op. cit.*, p. 345). De hecho, una de las razones por las que este tipo de acciones se transaccionan tan rápidamente en Estados Unidos es la de evitar llegar al trámite procesal del *discovery,* que ofrece al demandante amplio acceso a la información societaria.

(10) Los porcentajes para exigir la convocatoria de Junta son muy superiores a los que se requieren para el ejercicio de la acción social (cfr. § 122 AktG, 20% frente al 1%; art. 2367 Cod. Civ., 10% frente al 2.5%; art. 303 CA'06, 10% frente a la legitimación del socio individual).

pación en el capital para oponerse a los acuerdos de renuncia o transacción adoptados por la Junta General (§ 93.4 AktG). No obstante, debe tenerse en cuenta que en este Ordenamiento existe una norma especial de responsabilidad del accionista que ejerza su influencia en la sociedad para provocar un comportamiento del órgano de administración lesivo para el patrimonio social, que es solidaria respecto de la responsabilidad de los miembros del órgano y aquellos terceros que hubieran resultado beneficiados (§ 117 AktG) y que en el acuerdo sobre renuncia o transacción de esta acción el accionista no podría ejercer su derecho de voto ni representar a ningún otro de los implicados (§ 136 AktG).

2. Ámbito objetivo de aplicación y controles de mérito

En lo que se refiere al ámbito objetivo de la acción de la minoría, la regulación ha variado notablemente. La Ley alemana (§ 148.1.3 AktG) reduce la legitimación de los socios a casos de deslealtad o deshonestidad (*Unredlichkeit*) o infracción grave de norma legal o estatutaria (*grossen Gesetzes-oder Satzungsverstoss*). De esta forma, las infracciones del deber de diligencia de los administradores sólo son perseguibles mediante acuerdo de la mayoría de socios en Junta General, órgano que no llegará a reunirse si no es convocada para ello. El Derecho inglés sigue la tendencia contraria. Respecto a la normativa de Derecho común, el ámbito de aplicación de la *derivative action* se ha ampliado a la mera infracción de los deberes de diligencia (cfr. arts. 264.5, 174 de la CA), pero ahora son ratificables con eficacia exoneratoria todos los comportamientos antijurídicos de los administradores (incluso la infracción de deberes de lealtad) siempre que en el acuerdo de la Junta General de socios no voten los administradores o personas vinculadas (art. 239 de la CA). Los Tribunales deben rechazar las demandas de socios cuando hubiere recaído un acuerdo de este tipo [263.2.c) de la CA].

Ambos Ordenamientos han previsto un trámite procesal de admisión de la demanda interpuesta por la minoría, en el que, oída la sociedad, el Tribunal decidirá si procede o no continuar con el proceso hasta llegar a una resolución en el fondo mediante la aplicación de criterios legalmente tipificados. Este es un elemento clave de la regulación, pues de ello depende la funcionalidad de la acción como instrumento de Gobierno Corporativo. El mandato del legislador inglés es que la decisión se adopte en función de lo que haría un administrador cuidadoso en defensa del interés de la sociedad [art. 263.2 CA; 263.3 b) CA], que se define como el interés de todos los socios, aunque tomando en consideración otras circunstancias como las consecuencias de una decisión a largo plazo o la conveniencia de mantener un *standard* alto de reputación empresarial (cfr. art. 172.1 CA) [(11)].

---

(11) En la Jurisprudencia inglesa se conocen ya algunos casos en los que se ha aplicado esta disciplina (*Mission Capital plc v Sinclair*, 2008; *Roberts v Gill & Co and another*, 2008; *Franbar Holdings Ltd v Patel and others*, 2008) y en todos se ha terminado rechazando el ejercicio de la acción, que todavía se concibe por los Tribunales como un remedio excepcional [cfr. REISBERG, A.: "Shadows of the Past and Back to the Future: Part 11 of the UK Companies Act 2006 (in) action", *ECFR*, 2-3, 2009, pp. 224 y ss.].

En la Sentencia ARAG de 21 de abril de 1997 (BGHZ, 134, 244), el Tribunal Supremo alemán se habría mostrado favorable a reconocer cierto margen de discrecionalidad al Consejo de Vigilancia (*Aufsichtsrat*) respecto de la decisión de interponer demandas de responsabilidad contra los miembros del órgano de dirección (*Vorstand*). La decisión podría ser negativa cuando existieran "importantes" razones que lo justifiquen desde el punto del interés social, como los efectos negativos que la pendencia del proceso tendría en la marcha de la sociedad y en el funcionamiento del órgano o la imagen de la sociedad en el mercado (12). Con el limitado ámbito de aplicación antes indicado (infracción de deberes de lealtad o infracción grave de normas legales o estatutarias), el legislador alemán ha establecido que el Juez no debe admitir la demanda promovida por los socios cuando existan motivos "superiores" que se opongan al bien de la sociedad (§ 148.3 AktG), que la doctrina científica ha interpretado como un intento de remarcar el carácter excepcional de este motivo de inadmisión y desvincularlo de esta forma de las consecuencias de orden interno que podría tener en el funcionamiento de la sociedad. Entre las razones por las que estaría justificado el rechazo de la demanda se han destacado supuestos de interposición de acciones con idéntico objeto a las ya iniciadas o admitidas a trámite, con la única finalidad de generar derechos de reintegración de las costas procesales, casos de deslealtad leve o de escasa importancia por la cuantía del daño. La conveniencia de evitar la publicidad de ciertos secretos empresariales o de la actividad desarrollada por la sociedad no se podría alegar en principio como motivo de inadmisión, ya que existen medidas para garantizar la confidencialidad de las actuaciones judiciales. Por último, la mayoría de los autores han admitido que sería posible autorizar la continuación de la acción, pero de forma limitada a la cuantía del daño causado que resulte previsible que se podrá ejecutar contra el patrimonio personal del administrador, ya que sería contrario al interés de la sociedad promover una acción cuyos costes superen la indemnización esperada (13).

En el Derecho estadounidense se ha considerado siempre que la decisión sobre si procede o no interponer (renunciar o transigir) la acción de responsabilidad contra los administradores tiene carácter empresarial y, como cualquier otra de este tipo, debe ser adoptada por el Consejo de Administración bajo el amparo de la *business judgement*

---

(12) Cfr. ULMER, P.: "Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands und Aufsichtsratshandelns", *ZHR*, núm. 163, 1999, pp. 295-296.

(13) En la doctrina alemana, cfr.: HÜFFER, U.: *Aktiengesetz*, Ed. Beck, Munich, 2006, p. 810; KOCH, J.: "Das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)", *ZGR*, núm. 6, 2006, p. 776; SPINDLER, G.: "Haftung und Aktionärsklage nach dem neuen UMAG", *NZG*, núm. 21, 2005, pp. 865 y ss.; SPINDLER, G.: "§ 148 AktG. Klagezulassungsverfahren", en AA.VV., *Aktiengesetz Kommentar*, dir. K. Schmidt/M. Lutter, tomo I, §§ 1-149, Ed. Otto Schmidt, Colonia, 2008, p. 1767; SCHMIDT, K.: "La Junta General en la Ley alemana de sociedades anónimas y en la reforma del Derecho de sociedades anónimas", en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, dir. F. Rodríguez Artigas/A. Alonso Ureba y otros, tomo I, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, p. 51.

rule (14). Es frecuente en la práctica que, ante la necesaria intimación de los accionistas que pretendan formular una *derivative action* (*demand on board*), se designe un *Special Litigation Comittee* (SLC) con la función de investigar los hechos denunciados y decidir, con arreglo a criterios empresariales, si resulta conveniente al interés de la sociedad y al conjunto de sus accionistas interponer la demanda o solicitar el archivo de una acción promovida previamente por los socios (15). Para evitar que se interprete como un reconocimiento de la independencia del Consejo, ocurre a menudo que los accionistas evitan la intimación previa y acuden directamente a los Tribunales. Ante esta práctica, la Jurisprudencia reaccionó reforzando otra vez el papel del órgano de administración en este contexto (*excused demand*). En el caso *Aronson vs. Lewis* (Del., 1984) se resolvió que la omisión del requerimiento previo sólo sería posible si el accionista generaba una duda razonable sobre la falta de independencia del Consejo y sobre el correcto uso de la discrecionalidad empresarial (v. gr. decisión desinformada). Sin embargo, al tiempo se aclaró que el hecho de que los administradores fuesen potenciales demandados no constituía "interés" suficiente como para afectar a su decisión. La falta de independencia debería derivar de la existencia de algún tipo de relación entre los demandados y el miembro del Comité que eliminase su capacidad de emitir un juicio empresarial adecuado, algo muy difícil de probar para un accionista minoritario antes de llegar al trámite procesal de *discovery* (16).

La decisión de los SLC suele ser contraria a la continuación o comienzo de los procedimientos, aunque es susceptible de revisión por los Tribunales. En la Jurisdic-

---

(14) La Sentencia del caso *United Copper Sec. Co. v. Amalgamated Copper Co., 244 U.S. 261* (1917) contenía el siguiente pronunciamiento: *"Whether or not a corporation shall seek to enforce in the courts a cause of action for damages is, like other business questions, ordinarily a matter of internal management, and is left to the discretion of the directors, in the absence of instruction by vote of the stockholders. Courts interfere seldom to control such discretion"*.

(15) Esta práctica tiene su origen en el caso *Gall v. Exxon Corp*. (Nueva York, 1976). Se acusaba a los administradores de *Exxon* de haber realizado pagos por importe de 59 millones de dólares a *lobbies* políticos en Italia. Tras un mes de investigaciones, el SLC designado al efecto concluyó que la interposición de la demanda no favorecería el interés de la sociedad ni el de sus socios. El Tribunal afirmó que, probada la independencia y actuación conforme a la buena fe del SLC, su decisión debía respetarse por caer en el ámbito de la libre discrecionalidad empresarial. Tras el caso *Watergate*, la *Securities Exchange Comission* encontró en la autoinvestigación por estos Comités y la asunción de culpa por las sociedades cotizadas una forma de ahorrar recursos en la investigación de escándalos relacionados con la financiación ilegal de partidos, con la consiguiente falsificación de la contabilidad (cfr. K.B DAVIES, *op. cit.*, pp. 4-13).

(16) Vid. K.B. DAVIES, *op. cit.*, pp. 17-20, 20-23 y p. 81. No obstante, las cosas han cambiado algo tras los escándalos financieros de los años 2000 a 2003 (v. gr. en el caso *Re Oracle Corporation Derivative Litigation* se extremaron los requisitos para valorar la independencia de los miembros del SLC que se extiende a relaciones de tipo profesional o social, como las donaciones efectuadas por la sociedad a la Universidad de Standford, de la que un miembro del Comité era profesor). Para un análisis exhaustivo cfr. ARONSON, S./TOMKINS, S./HASSI, T./SORAH, T.: "Shareholder Derivative Actions: from cradle to grave", en AA.VV., *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, Ed. Practising Law Institute, septiembre-octubre de 2007, pp. 282-304; KOBESKI, J.: "*In Re Oracle Corporation Derivative Litigation*: has a new species of director independence been uncovered)", *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 29, 2004, pp. 849 y ss.

ción de Delaware (*Zapata Corp. vs. Maldonado,* Del., 1981) se considera que, aun probada la independencia y buena fe del Comité y que éste realizó una investigación razonable, el Tribunal puede sustituir su criterio, aunque pocas veces se ha hecho uso de esta facultad. Respecto a los criterios que han de guiar esta decisión existen dos tendencias en la Jurisprudencia. La regla *Winter* se basa en un análisis entre costes legales y reintegración esperada verificado *ex post*: *"Where the court determines that the likely recoverable damages discounted by the probability of a finding of liability are less then the costs to the corporation in continuing the action, it should dismiss the case"*. Por su parte, el Tribunal Supremo declaró en el caso antes citado que debía tomarse especial consideración *"to matters of law and public policy in addition to the corporation's best interests"* (17).

La posición del *American Law Institute* es que ante supuestos de infracciones del deber de diligencia los Tribunales deberían aceptar la decisión del Comité, pero en supuestos de infracción del deber de lealtad dicha decisión debe revisarse estrictamente, sobre todo ante comportamientos dolosos y actuaciones inmorales (cfr. §§ 7.08 y 7.10 *Principles*). La tendencia del MBCA es distinta. Los §§ 7.42 y 7.44 (3.ª edición, 2003) establecen la intimación obligatoria previa en todo caso y la prohibición de revisar judicialmente la decisión del SLC cuando haya realizado una investigación razonable y cumpla una serie de requisitos legales (muy discutibles) que determinan la evaluación de su independencia. Cuando existan dudas sobre la independencia del SLC designado por la sociedad, el Tribunal puede designar un Comité, pero en todo caso la decisión se adoptará en aras de la consecución del interés de la corporación. Un total de veintiún Estados han acogido estas reglas (18).

IV. CONSIDERACIONES PARA UNA FUTURA REFORMA DEL SISTEMA ESPAÑOL

Resulta difícil pronunciarse sobre la bondad de algunas de las soluciones ofrecidas por las regulaciones analizadas, pues requeriría un análisis detenido de cada uno de los sistemas (organización monista o dualista de la administración, régimen de impugnación del acuerdo negativo de la Junta, etc.) y de la realidad subyacente a cada uno de los mercados, que excede los límites del presente trabajo. No obstante, sí es posible realizar algunas consideraciones sobre algunos de los elementos comunes y pronunciarse sobre su oportunidad *de lege ferenda*.

Con carácter general habría que resaltar la conveniencia de establecer un régimen propio para la cotizada, pues así lo exigen los condicionantes socioeconómicos de la

---

(17) Cfr. KRAAKMAN, R./PARK, H/SHAVELL, S.: "When are shareholder suits in shareholder interests?", *Geo. L.J.*, núm. 82, 1994, pp. 1755-1756.

(18) No se puede cuestionar la independencia de un miembro del Comité por (a) haber sido elegido por personas demandadas; (b) que la acción se dirija contra él; (c) que aprobase el acto supuestamente antijurídico si no obtuvo ningún beneficio personal. Para el contexto socio económico que ha motivado esta posición del legislador *vid*. K.B. DAVIES, *op. cit.*, p. 89.

realidad subyacente a las empresas que buscan su financiación en los mercados de capitales. No parece adecuado tratar de resolver los problemas de sociedades bursátiles con las mismas fórmulas que se utilizan para las cerradas. En este contexto, los objetivos de política jurídica deberían ser la tutela del accionista inversor, sobre todo ante supuestos de expropiación de los recursos sociales por el accionista de control o referencia mediante el comportamiento antijurídico de los administradores y el fomento del ejercicio de acciones en supuestos de hecho cuya resolución mediante Sentencia pueda tener cierta eficacia preventivo-general. Esto implica distinguir entre infracciones del deber de diligencia e infracciones del deber de lealtad.

Desde un punto de vista técnico, el problema básico es determinar el órgano competente para adoptar la decisión de ejercer, renunciar o transigir a las acciones de responsabilidad de administradores según cual sea el supuesto de hecho. La atribución de esa decisión y su ejecución posterior a la minoría (ajenas al control estable de la sociedad) requiere definir este concepto en este contexto, establecer cómo (subsidiaria o directa) y fijar criterios que garanticen su ejercicio legítimo, es decir, con respeto a los fines de política jurídica que justifican dicha atribución.

1. Órgano competente para decidir sobre el ejercicio de la acción

La técnica común a todos los Ordenamientos europeos es atribuir en primera instancia a la Junta General la decisión sobre ejercicio, renuncia o transacción de la acción social de responsabilidad. El control del conflicto mayorías-minorías en ese acuerdo se realiza mediante prohibiciones de ejercicio del derecho de voto en situaciones de conflicto de interés y la regulación de derechos de bloqueo que se atribuyen a minorías que en la cotizada habría que definir como muy cualificadas o estables (10% en Alemania, 2,5% en Italia). Únicamente el Derecho alemán ha regulado un procedimiento en el que la demanda puede ser interpuesta por socios tenedores de acciones de cierto valor, para supuestos de causación de daños por infracción legal grave o infracción de deberes de lealtad, tras una intimación previa a la sociedad [19].

La solución es coherente con la tendencia a reforzar la posición de la Junta General en el ámbito de las relaciones interorgánicas de funciones y competencias en la sociedad cotizada, pero nos parece cuestionable que sea el órgano adecuado para decidir sobre la conveniencia de interponer o no la acción de responsabilidad frente a los administradores sobre todo en supuestos de infracción de deberes de diligencia. La adopción de una decisión de este tipo en sociedades cotizadas debería corresponder a un Comité de Independientes, cuya composición y nombramiento podría atribuirse al Consejo de Administración y a grupos accionariales, sometido a un estricto deber de

---

[19] En este sentido formula su propuesta el profesor PAZ-ARES (*op. cit.,* pp. 107-108). Se trata de reconocer legitimación directa a la minoría (60.000 € o 1% del capital) para el ejercicio de la acción por infracción de deberes de lealtad causante de daños y reservar el 5% como porcentaje de minoría "muy cualificada" para solicitar convocatoria de la Junta y promover acciones en caso de falta de acuerdo sobre ejercicio o transacción de la acción. Ello en un contexto de posible eliminación estatutaria de la responsabilidad por negligencia.

secreto, que realice una investigación razonable de las denuncias formuladas por los accionistas y se pronuncie, bajo su responsabilidad, sobre la conveniencia de interponer o no la acción de la minoría desde el punto de vista del interés de la sociedad. El criterio de ese Comité debería tenerse en cuenta como un elemento central para que el Tribunal pueda decidir si la acción de la minoría debe continuar o no hasta su resolución en el fondo (20).

2. Ámbito objetivo de aplicación, control de legitimidad y la transacción

No estimamos acertado excluir la infracción de los deberes de diligencia del ámbito objetivo de aplicación de la acción de la minoría. El temor a las consecuencias de una excesiva litigiosidad (aversión al riesgo, huida de buenos administradores, solicitud de retribuciones excesivas, pago de pólizas D&O por las sociedades, sobreactuación defensiva o preventiva, etc.) hay que desterrarlo mediante el reconocimiento (legal) del margen de discrecionalidad empresarial como criterio para la determinación de la diligencia debida en el desempeño del cargo de administrador y una interpretación y aplicación de la regla sobre solidaridad en la responsabilidad de los Consejos que tenga en cuenta la redefinición de las posiciones de garantía resultado de un reparto interno eficaz del trabajo (art. 133.3 de la LSA). La finalidad de los Códigos de Buen Gobierno era precisamente reactivar la función del Consejo como supervisor de las actuaciones de la alta dirección y erradicar el absentismo y estos son deberes de diligencia. En mercados con estructuras de capital concentrado, donde el grupo de referencia está plenamente identificado con el Consejo, la acción de la minoría es la única garantía de cumplimiento de esos deberes.

Lo importante es establecer medios para controlar que el derecho reconocido a la minoría se ejerza conforme a la finalidad para la que se atribuye, puesto que, al carecer de todo interés económico real en la interposición de la demanda, existe el riesgo de que se utilice la legitimación para la consecución de fines espurios (v. gr. socio minoritario competidor que sólo pretende distorsionar el funcionamiento de la sociedad) (21).

Los Ordenamientos analizados han optado por atribuir dicho control al único órgano independiente por naturaleza: los Tribunales de Justicia. Este es el objetivo del proceso preliminar de admisión a trámite de la demanda ideado por el legislador alemán e inglés que, sin duda, habría que introducir en nuestro sistema. El Tribunal debe ponderar el interés de la sociedad (interés común de los socios) y el interés público al buen gobierno de las empresas (interés del mercado, de los accionistas inversores como tales, interés general, etc.), pero con arreglo a criterios legalmente tipificados. Desde luego, si se establece como requisito la obtención por la sociedad de un beneficio

---

(20) Cfr., en este sentido, DAVIES, P., *Introduction to Company Law*, Ed. Oxford University Press, Oxford, 2002, p. 251. En algunos Estados norteamericanos (Virginia, Michigan) el Tribunal designa a los miembros del SLC, incluso al margen del Consejo de Administración (cfr. MERKT, H./GÖTHEL, S.: *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*, Ed. RIW, 2.ª edición, Frankfurt am Main, 2006, p. 530).

(21) Cfr., por todos, DAVIES, *op. cit.*, p. 225 y p. 250.

económico neto (finalidad *compensatoria* pura), jamás habría que iniciar el proceso judicial cuando los costes previstos superen la indemnización esperada, incluido el desprestigio que puede ocasionar el conocimiento público de determinados comportamientos antijurídicos de la sociedad; si se tiene en cuenta la *eficacia preventiva general* a largo plazo u otros efectos relacionados con la consecución de intereses públicos (v. gr. correcta actuación de la sociedad en el mercado, elevación de la moral empresarial, etc.), el problema no se puede resolver mediante una fórmula matemática (22). En todo caso, cualquier control de legitimidad requiere demostrar al Tribunal la apariencia de buen derecho y esto está necesariamente vinculado a que el socio o socios demandantes dispongan de información suficiente para plantear el caso. Existe una situación de asimetría informativa que debe compensarse mediante la posibilidad de practicar diligencias preliminares de prueba, incluso de auditoría a instancias de la minoría, con carácter previo al procedimiento para el control de legitimidad o mérito (23).

Los criterios legales que delimiten el ámbito de la discrecionalidad judicial deben variar según cuál sea la naturaleza del supuesto de hecho sometido a enjuiciamiento (24). Cuando se trate de infracciones del deber de diligencia, deberían primar criterios

---

(22) Cfr. REISBERG, "*Shareholders...", op. cit.*, pp. 244-245.

(23) El problema de la falta de información se ha detectado ya en la aplicación de la nueva normativa inglesa sobre *derivative action*. El art. 261 CA'06 sólo dispone la práctica de prueba una vez constatado que existe un *prima facie case* que justifique la apertura del procedimiento preliminar de control de legitimidad o mérito. En muchos casos esa prueba será necesaria precisamente para el paso previo. En Israel se ha planteado la reforma de la *Israeli Companies Act 1999* en el sentido de admitir la práctica de amplias diligencias de prueba con carácter previo al procedimiento preliminar (cfr. REISBERG, "*Shadows...", op. cit.,* pp. 235-236). En el Derecho italiano se ha destacado la dificultad del socio minoritario de determinar los documentos concretos cuya exhibición se solicita de la sociedad y la escasa eficacia de las consecuencias previstas para el incumplimiento del deber de exhibición documental [cfr. GIUDICI, P.: "Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions", *ECFR*, 2-3, 2009, p. 255]. La Ley española de enjuiciamiento civil prevé la posibilidad de promover diligencias preliminares de exhibición de documentos y cuentas de la sociedad (art. 256.1.4 de la LEC), pero habría que coordinar estas normas con las societarias sobre derecho de información del socio y sobre práctica anticipada de prueba pericial y regular mejor las consecuencias de la falta injustificada de exhibición de documentos o la negativa a facilitar al auditor la información solicitada, mediante reglas sobre carga de la prueba.

(24) Kenneth B. Davis ha estudiado 294 casos sobre *derivative action* promovidos en el Estado de Delaware (corte estatal o federal) durante el período comprendido entre el 2000 y primer cuatrimestre de 2007. Su estudio distingue entre dos grandes grupos de casos sobre responsabilidad de administradores frente a la sociedad: (i) *Corporate Impropriety* (infracción de deberes de vigilancia, retribuciones excesivas, transacciones interesadas, pero aisladas y de escasa cuantía, etc.) y (ii) *Exploitation of Control* (supuestos de transacciones interesadas continuadas en el tiempo, con implicación del o los accionistas de referencia, por un importe económico significativo y que se realizan normalmente ante situaciones de cambio de control o de crisis empresarial). En el primer grupo de casos, los Tribunales se han mostrado muy restrictivos en admitir la legitimación directa de la minoría sin requerimiento previo al Consejo (lo que equivale a reconocer que la cuestión debe ser resuelta mediante un SLC). La situación varía considerablemente en los casos de *Exploitation of Control,* donde predominan los pronunciamientos favorables a admitir la interposición de la demanda sin tal requerimiento, por lo que no se tomarán en consideración las alegaciones del SLC sobre la conveniencia para la sociedad de la interposición de la acción desde un punto de vista empresarial y un cálculo de costes-beneficios (cfr. DAVIES, *op. cit.*, pp. 38 y ss.).

de carácter *compensatorio* (cálculo costes-beneficios) y valorarse sobre todo la decisión de un Comité de independientes. La eficacia *preventivo-general* del régimen de responsabilidad (objetivo fundamental de la regulación en la cotizada) en relación con este tipo de acciones es escasa, dado que normalmente el daño está cubierto por pólizas de D&O, lo que deja a salvo el patrimonio personal del responsable (25). Por el contrario, las infracciones del deber de lealtad o los supuestos de comportamiento doloso (transacciones interesadas, expolio del patrimonio social, consciente infracción de normas legales causante de daños, etc.), sobre todo cuando se han realizado de forma concertada con los accionistas de referencia, deben ser perseguidas y objeto de condena con independencia de un cálculo costes-beneficios (26).

El control judicial hay que extenderlo a los acuerdos de renuncia o transacción de la acción por la minoría, con disposición del derecho de crédito de la sociedad frente al administrador, que se relaciona con el espinoso problema del pago de los costes asociados a la interposición de la demanda. La experiencia estadounidense demuestra que es precisamente en las transacciones, sobre todo en relación con las minutas de honorarios de los abogados, donde se hace patente el uso abusivo de las acciones de responsabilidad por los socios. Los acuerdos de transacción o renuncia deben permitir una íntegra reintegración de los gastos soportados por el demandante, sin llegar a permitir su enriquecimiento personal, pero deben realizarse con cargo al patrimonio personal de los administradores demandados y, en caso de infracción de deberes de lealtad, deberían conllevar la remoción obligatoria del cargo. Mantener en su cargo al administrador que haya infringido este tipo de deberes es síntoma de alineación excesiva entre el grupo de control y sus *managers*, abuso de la mayoría que debe comportar una tutela reforzada de los intereses de los inversores y del mercado en general (27).

---

(25) Por esta razón, el Código Alemán de Gobierno Corporativo recomendó establecer una franquicia no asegurable a este tipo de pólizas (cfr. RECALDE, *op. cit.*, p. 73, nota 63).

(26) En algunos casos la cuantía del daño causado al patrimonio social puede resultar insignificante y desaconsejar la demanda (v. gr. los 34.500 $ que Henry Ford II reintegró a su compañía por el uso de un apartamento que hicieron su ex esposa y unos amigos costaron 230.000 $ de honorarios de abogados). Es posible que estos casos deban ser tratados de una forma especial (cfr. K.B. DAVIES, *op. cit.*, p. 34).

(27) El control judicial de las transacciones es un objetivo fundamental de política jurídica en esta materia. El § 7.10.b) de los *Principles of Corporate Governance* impide la transacción de litigios cuando el demandado retenga beneficios indebidamente obtenidos y, en su primera edición (año 1982), declaraba la nulidad de los acuerdos transaccionales en supuestos de *self-dealing transactions*. El art. 2393 bis apartado 6 del *Codice Civile* admite la transacción o renuncia de la acción por parte de la minoría precisando que "cualquier contraprestación debe realizarse a favor de la sociedad". La doctrina científica ha aclarado que dicha renuncia no implica disposición del derecho de crédito de la sociedad contra el administrador, sino sólo una renuncia a la acción, y la norma establece en realidad un derecho de crédito de la sociedad frente a los socios por cualquier cantidad que hayan recibido a consecuencia de su renuncia (cfr. ENRIQUES, L./MUCCIARELLI, M.: "L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze", en AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, dir. Abadesa/Portale, Ed. Utet, Turín, 2006, p. 882).

3. Requisitos de legitimación, medidas de control de los abusos y fomento del ejercicio de acciones legítimas

La legitimación de la minoría para el ejercicio de la acción social se ha concebido siempre como un derecho de minoría cualificada, precisamente porque se consideraba garantía de su ejercicio serio y legítimo. Como el porcentaje del 5% es muy elevado para nuestras sociedades cotizadas se ha propuesto establecer un sistema de porcentajes decrecientes en función de la cifra de capital [28].

En nuestra opinión, no debe pensarse en los porcentajes respecto de la cifra de capital social como instrumento de ejercicio serio y legítimo de ejercicio del Derecho, ya que esa función se cumple mediante el control jurisdiccional de legitimidad o de mérito en combinación con las normas sobre costas procesales [29]. En cualquier caso, si se decidiera establecer un porcentaje habría que combinarlo con la referencia a la tenencia de acciones que representen cierto valor nominal, ya que parece configurar este derecho como individual de todo socio al modo anglosajón. Además, habría que aclarar si se trata de un mero presupuesto procesal para la interposición de la demanda o es una condición de legitimación para el ejercicio de la acción, pues en este caso habría que mantener la participación durante toda la tramitación del proceso, y supondría un impedimento de hecho para el ejercicio de la acción en las sociedades cotiza-

---

[28] Cfr. ALONSO LEDESMA, *op. cit.*, p. 531; MONTALENTI, *op. cit.*, p. 331; RISCOSSA, *op. cit.*, p. 169, núm. 9. La propuesta de PAZ-ARES consiste en establecer distintos requisitos para el supuesto de infracción de los deberes de diligencia de los previstos para la infracción de los deberes de lealtad. En este último caso propone la legitimación del socio individual "que dispusiera en el momento de realizarse el acto lesivo y continúe disponiendo en el momento de interposición de la demanda de una participación en la sociedad cuyo porcentaje exceda del uno por ciento de su capital o cuyo valor bursátil rebase los 60.000 euros". Obsérvese que el *dies a quo* de la tenencia de acciones se sitúa "en el momento de realizarse el acto lesivo". Con ello se trata de evitar un enriquecimiento injustificado: la adquisición de acciones de una sociedad cuyo patrimonio haya sido perjudicado por el comportamiento de los administradores reflejará el menor valor en su precio y, por consiguiente, la posterior reintegración patrimonial a consecuencia del ejercicio de la acción social comportará un enriquecimiento del comprador, que es una de las justificaciones de la regla norteamericana sobre *contemporaneous ownership rule*. En nuestra opinión, las relaciones bilaterales comprador-vendedor y el "enriquecimiento" que se genere en su marco no deben determinar las reglas sobre legitimación. Es razonable evitar que se compren acciones para litigar, pero para ello basta con exigir la condición de socio no en el momento de la producción del daño, sino en el momento en que se conoció el comportamiento antijurídico de los administradores (cfr. PAZ-ARES, *op. cit.*, p. 81).

[29] En la concepción norteamericana se parte de la idea de que el elemento disuasorio fundamental de acciones espurias es el principio del vencimiento en materia de costas procesales. El importe de lo invertido en la sociedad es lo relevante porque asegura que el demandante haga un cálculo *ex ante* de costas, beneficios y riesgo, lo que excluye la mayor parte de los supuestos de litigación abusiva (cfr. COX/THOMAS, *op. cit.*, p. 354).

das, sobre todo si se piensa en los inversores institucionales como destinatarios "naturales" de esta legitimación (30).

Todas las regulaciones han previsto medidas de control de los abusos, pero se advierten contradicciones. En el Derecho alemán se exige haber adquirido la condición de socio antes de darse a conocer el hecho antijurídico (§ 148.1.1 AktG). Es una regla (*contemporaneous ownership rule*) con larga tradición en el Derecho estadounidense (23.1 *Federal Rule of Civil Procedure*) que tiene por finalidad evitar que se compren acciones para interponer la demanda (en muchos casos por bufetes de abogados especializados), por lo que se excluye para los supuestos de adquisición *mortis causa*. El legislador inglés, sin embargo, ha derogado este requisito en la regulación legal de la *derivative action* (art. 260.4 CA 2006) (31).

Los Ordenamientos europeos han desestimado la posibilidad de exigir la prestación de una caución para responder de los gastos del proceso (*securities for expenses*), que podría constituir una medida adecuada y eficaz. En las jurisdicciones de Estados Unidos que han adoptado una medida de esta naturaleza (v. gr. art. 627 NYBCL) se establece como alternativa a la tenencia de un porcentaje de la cifra de capital social (normalmente un 5%) o acciones con un determinado valor de mercado (50.000 $). El requerimiento al demandante para la constitución de la fianza da lugar al derecho de éste a solicitar a la sociedad información sobre cuáles son los socios para instarles a que se unan al proceso con la finalidad de alcanzar el porcentaje mínimo. Esto implica dar publicidad al contenido de la demanda, por lo que es frecuente que los abogados de la sociedad eludan requerir al demandante la prestación de la caución (32).

Por último, debe fomentarse el ejercicio de acciones que hayan superado el control de legitimidad o de mérito. La regulación alemana prevé que el accionista cuya demanda haya superado el control previo de legitimidad o de mérito sea reintegrado por la sociedad de todos los costes que haya sufrido a lo largo del proceso, incluso aunque la acción no prospere íntegra o parcialmente, salvo que la autorización judicial para interponer la demanda se haya obtenido por medio de una declaración de hechos formulada de forma dolosa o gravemente negligente (§ 148.6.5 AktG). En el Derecho inglés se concibe como una decisión discrecional del Tribunal, que puede reconocer al deman-

---

(30) En la doctrina italiana existe una importante polémica sobre esta cuestión (cfr., por todos, ENRIQUES/MUCCIARELLI, *op. cit.*, pp. 873-874). Desde luego, parece razonable pensar que el inversor institucional no estará dispuesto a ver bloqueada su inversión durante el largo proceso judicial (cfr. GIUDICI, *op. cit.*, p. 251). En el Derecho norteamericano se permite la venta de participaciones en el capital social en tanto se mantenga la titularidad de una durante todo el proceso (COX/THOMAS, *op. cit.,* p. 354).

(31) En un sentido parecido, el art. 129.1 del *Testo Unificato* requería que el demandante hubiera adquirido la condición de socio dentro de los seis meses anteriores a la interposición de la demanda, pero dicha exigencia se eliminó del *Codice Civile*, por no resultar necesaria a la vista del amplio porcentaje que se exige para interponer este tipo de acciones y el desincentivo que representaría para los inversores institucionales la obligación de mantener dicha participación durante todo ese plazo (no obstante, la interpretación del requisito fue conflictiva en la doctrina italiana, cfr. ENRIQUES/MUCCIARELLI, *op. cit.,* p. 873, nota 41).

(32) MERKT/GÖTHEL, *op. cit.*, p. 533.

dante una indemnización por los costes asumidos para la interposición de la demanda o por el proceso preliminar (regla 19.9 E). La primera solución nos parece más correcta, ya que no parece que tenga sentido la discrecionalidad judicial una vez superada la fase de admisión a trámite de la demanda, y deberían incluirse todos los gastos asociados al proceso (v. gr. informes periciales previos) y no sólo las costas en sentido estricto (art. 394 de la LEC) (33). El problema es que la incertidumbre respecto de la posibilidad de superar esta fase y, por consiguiente, recuperar los costes ya representa una barrera relevante para la puesta en marcha del procedimiento preliminar (34).

4. Conclusiones

Como conclusión a esta primera aproximación al régimen de la acción social de responsabilidad de sociedades cotizadas debemos destacar la necesidad de abordar la reforma del régimen legal de forma ponderada y en el contexto de un bloque más amplio de medidas tendentes a conseguir los objetivos de política jurídica que se consideren prevalentes. Se ha dicho de forma autorizada que el objetivo fundamental de las normas sobre gobierno corporativo debe ser la tutela del accionista inversor, elemento nuclear de la disciplina reguladora de este tipo de sociedades (35), y que la dirección y el control de las grandes empresas cotizadas no es sólo una cuestión de relaciones entre administradores y socios, sino también de la posición de la empresa en los mercados de capital, cambios de control y mercado de directivos, por lo que las medidas que se adopten en esta materia deben representar soluciones eficientes en términos económicos, que sean aceptables para los participantes en dichos mercados (36).

Desde este punto de vista, la orientación en materia de legitimación de la minoría para el ejercicio de la acción de responsabilidad de los administradores en el ámbito de las sociedades cotizadas debería ser fomentar su eficacia *preventivo-general*, aunque pueda ayudar también a la concreción judicial de reglas sobre buen gobierno corporativo

---

(33) No debe confundirse esta reintegración de gastos asociada a la superación de la fase de control de legitimidad con las reglas sobre costas en caso de desestimación o estimación de la demanda finalmente planteada. En relación con esto debe regir un criterio de indemnización íntegra. En este sentido es interesante destacar que el art. 2393 bis del *Codice Civile* contempla la posibilidad de solicitar la indemnización no sólo de las costas procesales (gastos asociados al litigio), sino también de los gastos generados por la preparación de la prueba de los hechos base de la pretensión (cfr. GIUDICI, *op. cit.*, p. 254).

(34) La reforma de la *Israeli Companies Act* contempla la posibilidad de atribuir a la *Israeli Securities Exchange Commission* la posibilidad de financiar el ejercicio de acciones por operadores privados, incluso el pago de informes periciales y dictámenes, cuando el caso se considere de interés público y exista una razonable posibilidad de que se superará el procedimiento preliminar de control de legitimidad y el Tribunal admitirá la interposición de la demanda (cfr. REISBERG, "Shadows...", pp. 239-240).

(35) FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: "La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas", en AA.VV., *La sociedad cotizada*, coord. F. Vives/J. Pérez-Ardá, Ed. Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006, p. 43. En palabras del profesor SÁNCHEZ CALERO, en el accionista ajeno a las participaciones de control "prevalece su condición de inversor sobre la de socio" (*op. cit.*, p. 12).

(36) MERKT, H.: "Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht in der Diskussion um die Corporate Governance", *AG*, núm. 3, 2003, pp. 126 y 129.

(función *reguladora*). La obligación de indemnizar y el coste reputacional asociado a una Sentencia de condena (sobre todo en casos de infracción de deberes no asegurables mediante pólizas de D&O) evitará la reiteración de la conducta por futuros administradores de la misma sociedad o de otras que cotizan en el mismo mercado (sobre todo en los consejeros externos, altamente profesionalizados, bien retribuidos y con mucho que perder ante un cese justificado) (37). Esto puede implicar una reducción porcentual de los costes de agencia asociados al control de los administradores en beneficio, sobre todo, de accionistas inversores con un portafolio diversificado (38). Además, la amenaza de la responsabilidad acentuará la independencia institucional del órgano de administración frente al grupo de referencia o de control, lo que fomentará la confianza de los inversores en el buen gobierno de las empresas y, por consiguiente, la eficiencia de los mercados en el que éstas buscan su financiación y aquéllos su rentabilidad (39).

Las normas de responsabilidad de administradores, como elemento de control de la gestión, deben asegurar que la actividad de administración se desarrolle correctamente, en protección de los intereses de todos los sujetos afectados por la actuación de la sociedad en el tráfico. Desde esta perspectiva, la acción de la minoría se configura como un instrumento de naturaleza jurídico-privada para la consecución de intereses públicos (defensa de la legalidad, introducción de cierta moral empresarial, confianza de los mercados, etc.) (40). En los mercados con una estructura de capital concentrado,

---

(37) El coste reputacional, en el selecto entorno de los administradores de sociedades cotizadas no se puede desdeñar. Como afirma K.B. DAVIES (*op. cit.*, p. 44), "The case of Enron's directors makes this dramatically clear". No obstante, hay que revisar también las consecuencias jurídicas previstas para el incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño del cargo, ya que en muchos casos la mera indemnización del daño causado carece de eficacia preventivo-punitiva suficiente, por lo que habría que pensar en otro tipo de sanciones civiles, como la inhabilitación para el desempeño del cargo en los supuestos más graves, que tendrá seguro una importante eficacia disuasoria para administradores profesionales.

(38) *"(…) because most shareholders hold a portfolio of securities, the fact that the costs in an individual derivative action may exceed the recovery to the corporation is not necessarily adverse to their interests, if there is a generic benefit to their broader interests as diversified shareholders in the form of enhanced deterrence against unfair self-dealing. These considerations in turn suggest that if meritorious derivative actions seeking to enforce legal rules that protect all shareholders could be easily terminated simply by showing that they would not yield a positive net recovery, average agency costs might rise, even though the individual corporation avoided a financial loss as a result of the termination*" (cfr. *Principles of Corporate Governance. Analysis and Recommendations*, vol. 2, Part. VII, Ed. Ali, 1992, Introductory Note, § 7.01, p. 17). Para un análisis de esta perspectiva preventivo-general *cfr.* K.B. DAVIES, *op. cit.*, pp. 70-73 y, sobre todo, COFFE, J./SCHWARTZ, D.: "The survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal for Legislative Reform", *Columbia Law Review*, núm. 81, 1981, pp. 302 y ss., en particular p. 308, n. 258. El argumento es cuestionado por FISCHEL, D.R./BRADLEY, M.: "The role of liability rules and the derivative suit in corporate law: a theoretical and empirical analysis", *Cornell Law Review*, núm. 71, enero de 1986, p. 13.

(39) En este sentido *vid.* RISCOSSA, *op. cit.*, p. 170.

(40) Sobre la eficacia preventiva del régimen de responsabilidad de administradores, en aras de la protección de intereses de carácter público como fundamento de la legitimación de la minoría para el ejercicio de la acción social en las cotizadas cfr. ULMER, *op. cit.*, pp. 296-297, 320 y 330; REISBERG, "Shareholders...", pp. 251-252; GIUDICI, *op. cit.*, p. 269; COX/THOMAS, *op. cit.*, p. 351.

puede añadirse que la protección debe ser, sobre todo, frente a la apropiación de los recursos que aportan en provecho de los accionistas de control o referencia mediante actuaciones ilícitas del órgano de administración (41). En definitiva, las medidas de fomento para el ejercicio de la acción social de la minoría y los controles de legitimidad o de mérito para su admisión a trámite o su posterior transacción no deberían contemplar sólo su eficacia desde un punto de vista compensatorio o de reintegración del patrimonio social, sobre todo ante supuestos de infracción de deberes de lealtad y, especialmente, en supuestos de hecho en los que exista una implicación del o los accionistas de referencia en el comportamiento antijurídico de los administradores.

En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que la eficacia del sistema de *enforcement* depende de la implicación de los accionistas-inversores en el Buen Gobierno de las sociedades, y esto es algo que no pueden lograr las normas sobre responsabilidad: es suficiente con que no lo impidan. En este sentido, habría que plantearse si resulta conveniente continuar en la senda del reforzamiento de los instrumentos tradicionales del Derecho de Sociedades y, en particular, de la Junta General y el ejercicio de los derechos de socio como instrumentos de control del órgano de administración (42).

Probablemente, en el contexto de la responsabilidad de los administradores, la mejor tutela de los intereses del accionista-inversor pase por reforzar el ejercicio de acciones para la indemnización de los daños directos (art. 135 de la LSA) derivados de la caída en el valor de cotización de las acciones precedida por la infracción de deberes de información a cargo de los administradores. Las normas deberían facilitar la prueba de los presupuestos de la responsabilidad (conexiones legales de imputación objetiva entre el comportamiento antijurídico y el daño) y mejorar la regulación procesal aplicable a supuestos de multitud de perjudicados (*class actions*) y a la acumulación de acciones dirigidas a la indemnización de los daños causados a la sociedad como consecuencia de haber sido obligada a indemnizar a los inversores por comportamientos antijurídicos de los administradores en relación con el mercado. En suma, la elaboración de una normativa sobre responsabilidad frente al inversor por infracciones relacionadas con la regulación del mercado de valores.

---

(41) RECALDE, *op. cit.*, pp. 54-55.

(42) La experiencia comparada en esta materia apunta a que la eficacia de las nuevas regulaciones es muy limitada o nula. En el caso del Derecho inglés porque la discrecionalidad judicial "limitada" por el legislador está siendo utilizada no para facilitar el ejercicio de las acciones, sino para rechazarlas, redundando en su configuración como acciones excepcionales y de aplicación restrictiva [cfr. REISBERG, "Shadows...", p. 243]. En el Derecho italiano simplemente no se conocen precedentes en el ámbito de las sociedades cotizadas, ni se espera que se produzcan, sobre todo por el escaso acceso a la información y la ausencia de un sistema adecuado de reembolso de los gastos asociados al proceso (GIUDICI, *op. cit.* p. 269). Lo mismo cabe decir de la práctica judicial belga (cfr. BERTRAND, A./COIBON, A.: "Shareholder Suits against the Directors of a Company, against other Shareholders and against the Company itself under Belgian Law", *ECFR*, 2-3, 2009, p. 283).

CRÓNICA

EMISORES E INTERNET ANTE LOS CRITERIOS DE LA CNMV PARA LA GESTIÓN DE NOTICIAS Y RUMORES DIFUNDIDOS SOBRE VALORES COTIZADOS (1)

DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA

Abogado. Doctor en Derecho
Académico corr. Academia Asturiana de Jurisprudencia

M.ª ISABEL HUERTA VIESCA

Catedrática de D.º Mercantil E.U.
Universidad de Oviedo

RESUMEN

Primeras reflexiones sobre la relación de los Criterios de la CNMV para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados, de 23 de febrero de 2009, con la creciente importancia de Internet en el Derecho del mercado de valores. Estudio de los problemas y ventajas que Internet genera en relación con la imprescindible transparencia de los mercados de valores españoles.

Palabras clave: *CNMV, mercado de valores, noticias y rumores, valores cotizados, Internet, transparencia de los mercados.*

ABSTRACT

First reflections on the relation of the Criteria of the CNMV for the management of the news and rumors spread on quoted values, 23th february 2009, with the increasing importance of Internet in the Capital Markets Law. Study of the problems and advantages that Internet generates in relation to the essential transparency of the spanish capital markets.

Key words: *CNMV, capital markets, news and rumors, quoted values, Internet, transparency of the markets.*

SUMARIO

I. ABUSO DE MERCADO, INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, RUMORES E INFORMACIONES, INTERNET Y CRITERIOS DE LA CNMV.
II. EMISORES DE VALORES, RUMORES E INFORMACIONES.
III. BIBLIOGRAFÍA.

(1) Comunicación presentada al *Congreso Internacional sobre Derecho del Comercio Electrónico y Sistema Financiero (Nuevas Prácticas y Nuevo Derecho en la Sociedad de la Información)*, Universidad Pablo de Olavide, Sevilla, 20-22 de mayo de 2009, revisada y actualizada.

I. ABUSO DE MERCADO, INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, RUMORES E INFORMACIONES, INTERNET Y CRITERIOS DE LA CNMV

El moderno Derecho del mercado de valores se encuentra asentado en el principio de transparencia o *full disclosure*, encaminado a la protección de los inversores, mediante la evitación de asimetrías informativas, que, sin duda, distorsionan el mercado y perjudican al inversor medio (2); el inversor medio sólo puede tomar decisiones de una forma adecuada si dispone de todos los elementos necesarios para elegir la inversión que mejor satisfaga sus intereses, previo acceso a esos elementos a la mayor brevedad y en condiciones de igualdad con el resto de los inversores (3). Por ello se viene a decir con frecuencia que los mercados de valores son en buena medida mercados de información (4).

No cabe duda de que garantizar tal principio de transparencia no es tarea sencilla, por el evidente interés que tiene todo inversor en gozar de una información que no tengan los demás y que le permita actuar antes que ellos, ya para maximizar beneficios ya para minimizar pérdidas. Y ello cuando no concurren intereses directamente espurios, encaminados a perjudicar a una sociedad cotizada o a determinados inversores.

Es por ello imprescindible un creciente intervencionismo administrativo encaminado a garantizar dicha transparencia, intervencionismo que tiene especial relevancia en relación con el cumplimiento de los deberes de información al mercado que recaen sobre emisores de valores e intermediarios financieros.

La fuerte crisis financiera iniciada en el año 2008, trasladada de forma bastante próxima en el tiempo a la economía real, generó fortísimas oscilaciones en los mercados de valores. Es cierto que el año 2008 concluyó con un retroceso medio de cotización de los principales mercados de valores mundiales en el entorno del 40% (5), pero ello fue fruto de oscilaciones fortísimas en ellos, pues a lo largo del 2008 no sólo se produjeron severísimas caídas de las cotizaciones, sino que también la volatilidad de éstas alcanzó cotas desconocidas, pues también hubo sesiones con incrementos porcentuales de cotización históricos e incluso dentro de una misma sesión un mismo

---

(2) Así, BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ, F.: *Manual de Derecho mercantil*, volumen II, decimosexta edición, Tecnos, Madrid, 2009, p. 303.

(3) *Vid.* SASTRE CORCHADO, G.J.: "La Directiva de abuso de mercado. Un nuevo marco en Europa", *RMV*, núm. 1, 2007/1, p. 256.

(4) Como recuerda FUENTES NAHARRO, M.: "Sometimiento a consulta pública de Criterios de la CNMV sobre noticia y rumores referidos a valores cotizados", *CNMV*, núm. 113, enero-marzo de 2009, p. 269, justamente con motivo de los trabajos previos a la publicación de los Criterios objeto de este trabajo.

(5) Así, los principales índices bursátiles mundiales experimentaron los siguientes descensos: Dow Jones, 35%; Nasdaq, 42%; Eurostoxx 50, 45%; Dax 30, 40%; FTSE 100, 33%; Nikkei, 42%; Bovespa, 41%; Ibex 35, 39,43%.

valor, aun de los denominados *blue chips*, experimentó horquillas sorprendentes de mínimos y máximos. Aunque menos acusada, la volatilidad citada se mantuvo durante el año 2009, ciertamente más positivo para todos los mercados de valores, pero que también sufrieron varias caídas hasta mínimos en el mes de marzo, que se vieron sustituidas luego por importantes alzas de las cotizaciones.

El porqué de la crisis económica y financiera iniciada en 2008 es algo que excede de este estudio y seguro que dará para innumerables tesis doctorales en el futuro próximo. El porqué de la antes citada volatilidad en las cotizaciones se explica, en bastantes ocasiones, por la difusión de informaciones y rumores atinentes a una sociedad cotizada, informaciones y rumores que durante 2008 afectaron en no pocas ocasiones a aspectos tan relevantes para los inversores como la posibilidad de que determinadas sociedades cotizadas incurriesen en pérdidas, recortasen o eliminasen el reparto de dividendos, fuesen a presentar futuros *profit warnings*, fuesen a solicitar su declaración en concurso, ser objeto de un plan de rescate, ser objetivo de una OPA o estar en curso un cambio importante de accionistas de control (6), o incluso se proyectaron sobre circunstancias personales de sus principales ejecutivos (7). Cuando a estos efectos hablamos de rumores, entendemos que más que al significado común que tiene tal palabra en español, como voz que corre entre el público (8), hay que estar a su significado técnico, más propio del mercado de valores, que nos proporcionan diccionarios especializados de otros países, en cuanto que noticias que circulan entre los operadores del mercado —sin autor ni procedencia identificada, se añade en los Criterios que vamos a analizar, aunque de forma contradictoria, porque en ellos también se habla de

(6) Anteriormente, con cita de ONTIVEROS, *vid.* BELANDO GARÍN, B.: "La manipulación del Mercado de Valores a través de Internet. Nuevas armas para problemas antiguos", *RDBB*, núm. 90, abril-junio de 2003, p. 58, nota 10, donde refiere el incremento de la volatilidad la última década del siglo pasado y la vincula con el desarrollo de Internet.

(7) Nos estamos refiriendo a la enfermedad de Steve Jobs, consejero delegado de Apple, habiéndose planteado ya en nuestra doctrina científica por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: "La enfermedad como hecho financiero relevante", <http://jsanchezcalero.blogspot.com/2009/02/la-enfermedad-como-hecho-financiero.html>, las implicaciones que en los derechos de la personalidad del afectado tiene la difusión de su estado de salud, la incidencia que los rumores sobre dicho estado puede tener en la cotización de las empresas, la posibilidad de que las empresas conozcan ese estado de salud y la posibilidad de que el directivo se niegue a revelarles esa información cara a su difusión como hecho relevante y a su transmisión a la entidad supervisora que requiera información al respecto de tales rumores. Otro caso similar de incidencia de rumores del estado de salud de un consejero delegado en la cotización de las acciones lo refiere SAIZ, S., "Campaña de vacunación laboral para directivos", diario *Expansión*, 2 de febrero de 2009, consultado en <www.expansion.com>, a propósito del consejero delegado de Deutsche Bank, ingresado de urgencia en un hospital sin facilitar datos sobre su causa, lo que provocó rumores sobre su estado de salud que llevaron a un descenso del 7% en la cotización de las acciones de la compañía y que le obligaron a salir al paso de ellos comunicando públicamente que lo único que le había pasado era que le habían sentado mal dos salchichas que había comido tras una recepción.

(8) Primera acepción en el *Diccionario de la Lengua Española* de la Real Academia Española.

que los transmitentes del rumor deben comunicar la fuente de la información—, y que pueden influir en la cotización de las acciones [9].

En la relevancia que todo este cúmulo de factores tuvo en los mercados de valores estamos convencidos que influyó Internet, como un instrumento que permitió la difusión casi instantánea y global de tales informaciones y rumores. Y es que resulta por todos conocido que Internet es un arma de doble filo en materia de transparencia informativa de las sociedades cotizadas, como ya anticipaba el considerando 25 de la Exposición de Motivos de la Directiva 2003/6, de 12 de abril, sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) [10], transpirando la preocupación por el que entonces era el nuevo tema de la utilización de las nuevas tecnologías en el abuso de mercado [11], porque:

a) De un lado, es un poderoso instrumento para potenciar la transparencia. Es más, compartimos que es un medio único para que las sociedades cotizadas mantengan un contacto permanente con los accionistas [12], y entendemos que aun en la actualidad se encuentra desaprovechado por el legislador, tendente, en todo caso, a incrementar el cumplimiento telemático de los deberes corporativos de las sociedades cotizadas, dado el carácter tecnológico del modelo de transparencia armonizado en el mercado interior de las sociedades cotizadas, tanto por razón de la mayor agilidad y rapidez en la transmisión de la información desde el emisor al inversor como para facilitar la comparación de información de los contenidos divulgados en el Merca-

---

[9] Con mayor detalle dice el *Dizionario di Banca Borsa e Finanza*, Roma, 2002, p. 1477: "Rumors... Notizie (spesso incontrollabili) che circolano (o vengono fatti circolare ad arte) tra gli operatori di mercato e che possono influenzare l'andamento dei titoli". En la doctrina científica italiana, por su parte, MIEDICO, M.: "La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?", *Le Società*, núm. 5, 2007, p. 626, identifica los *rumors* con las "voces corrientes", en tanto que CAPUTI, F.S.: "La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie", *Le Società*, núm. 9, 2008, p. 1116, identifica simplemente los *rumors* con las voces de las que habla expresamente la legislación italiana. En la doctrina española, IRIBARREN BLANCO, M.: *Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas. Su aplicación en los mercados secundarios de valores*, La Ley, Madrid, 2008, p. 104, identifica los rumores con "noticias relacionadas con la sociedad o con los valores por ellos emitidos que afectan a las decisiones de los inversores".

[10] "Los medios de comunicación actuales permiten garantizar una mayor equidad en el acceso a las informaciones financieras entre los profesionales de los mercados financieros y los inversores particulares, aunque, por otra parte, aumentan el riesgo de que se difundan informaciones falsas o engañosas".

[11] Siguiendo la gráfica exposición de GARRIDO, J.M.ª: "Derecho comunitario, mercado de valores y códigos de buen gobierno. Intervencionismo *vs.* abstencionismo", *I Congreso nacional de Derecho mercantil. Veinte años de España en la Unión Europea: balance y* perspectivas, I. Arroyo Martínez (coord.), Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007, p. 336.

[12] Compartimos la posición de RUBIO GÓMEZ-CAMINERO, R.: "Mercados bursátiles, medios e información. Internet, poder mediático", *Cuadernos de Comunicación e Innovación*, núm. 66, 2006, pp. 87-90, consultado en <http://www.campusred.net/telos/articulocuaderno.asp?idarticulo=7&rev=66>.

do [13]. Desaprovechado, porque consideramos que la transparencia a través de la web de la sociedad cotizada es insuficiente, de modo que debe incrementarse la transparencia electrónica a través de la exigencia de que los hechos relevantes sean inmediatamente comunicados por la sociedad cotizada a sus accionistas mediante mensajes a sus correos electrónicos, en una primera fase voluntariamente facilitados por tales clientes y en una fase futura más avanzada exigidos a éstos, en el momento en que se logre una difusión universal de Internet y el domicilio electrónico sea tan necesario y natural como el domicilio físico.

b) Y de otro lado, es a la vez un serio peligro para la transparencia, dado que cualquiera puede acceder sin coste a *blogs*, foros [14], *chats*, confidenciales y mensajes de correo electrónico masivos, para difundir rumores que pueden incidir de forma más que evidente en la formación de precios. A la antes citada gratuidad del medio se une también el prestigio que presenta para determinados sectores de la población, fundado en la creencia de una mayor libertad e independencia de quienes actúan a través de Internet que la de quienes actúan a través de los medios de comunicación clásica, lo que lleva a dotarlo de mayor nivel de credibilidad. Y a todo ello se suma un factor más nada despreciable, su inmediatez, que unido a la inmediatez también de la contratación electrónica en los mercados de valores puede llevar a los inversores a dejarse llevar por la vorágine del medio de información y del mercado en que se mueven y a tomar decisiones cuasi instantáneas con base en informaciones no contrastadas, cuando no simplemente manipuladoras o meras conjeturas [15].

Todo este cúmulo de factores ha hecho que entendamos que es de gran relevancia que el intervencionismo administrativo se proyecte sobre la difusión de informaciones y rumores sobre sociedades cotizadas, pues, de hecho, ya la doctrina especializada echó en falta la previsión de obligaciones de colaboración por parte de los emisores en relación con la gestión y control de los flujos de información privilegiada de carácter interno, máxime cuando los propios emisores gozan de incentivos para ocultarlo, pues su divulgación puede generar escándalos en la prensa o incluso sanciones administrati-

---

(13) Como destaca FLORES DOÑA, M.ª de la S.: "El cumplimiento telemático de los deberes de información relevante a la CNMV", *RMV,* núm. 3, 2008, pp. 82-83, calificando las razones que hemos referido en el texto como razones procesales y sustantivas, respectivamente.

(14) Son los que BELANDO GARÍN, B.: "La manipulación...", *op. cit.*, p. 57, identifica como los *chat rooms*, en los que los participantes intercambian en tiempo real opiniones, los *bulletin boards*, que son centros de recepción de opiniones vertidas en el ciberespacio, y los foros de opinión abiertos en determinadas noticias de prensa electrónica de información económica.

(15) Así ya lo destacó también RUBIO GÓMEZ-CAMINERO, R.: "Mercados bursátiles...", *op. cit.*

vas para la propia sociedad [16]. Y por este motivo es de especial interés estudiar los Criterios de la CNMV para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados de 23 de febrero de 2009 (en adelante Criterios de la CNMV) [17], recibidos favorablemente en la doctrina [18], cuyo origen se encuentra en el anejo 3, bajo el título "esquema de protocolo de actuación de la CNMV en caso de anomalías y rumores relevantes sobre un valor cotizado", de la Iniciativa contra el Abuso de Mercado de la CNMV de 29 de enero de 2007 (ICAM, en adelante) [19] y que en su momento, dentro del *Plan de Actividades de la CNMV de 2009,* se refirió como culminación, prevista —y en efecto alcanzada— para el primer trimestre de 2009, de la citada ICAM.

El tiempo transcurrido entre la ICAM y la aprobación de los Criterios de la CNMV, unido al tiempo transcurrido entre la ICAM y el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, que desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado, así como la aprobación de este último más de un año después de haber vencido el plazo de transposición de las Directivas sobre la materia, el 12 de octubre de 2004, hacen que no se pueda elogiar en este punto ni la celeridad del legislador ni la celeridad de la CNMV [20].

De otro lado, también resulta criticable que, contando con la habilitación normativa de la disposición final tercera del meritado Real Decreto 1333/2005, la CNMV no haya seguido en este punto la técnica de aprobar una Circular, recurrible administrativamente, vinculante para los emisores, susceptibles, a su vez, de ser objeto de sanciones administrativas por su incumplimiento, lo que hubiera evitado las posibles discriminaciones entre emisores que siguen y no siguen, y en qué medida, los Criterios de la

---

(16) Así, HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007, p. 659.

(17) Recibido su previo Borrador de 19 de diciembre de 2008, a consulta hasta el 31 de enero de 2009 en la web <www.cnmv.es>, en la prensa económica especializada con el llamativo titular de "La CNMV quiere amordazar la difusión de rumores en la Bolsa", diario *Cinco Días*, 23 de diciembre de 2008, <http://www.cincodias.com/articulo/mercados/CNMV-quiere-amordazar-difusion-rumores-Bolsa/20081223cdscdimer_3/cdsmer>. En cuanto a la comparativa entre el estudio del texto a consulta y del texto definitivo, resalta FUENTES NAHARRO, M.: "Sometimiento...", *op. cit.*, p. 269, que este último contiene frases más directas y contundentes, siendo en términos generales más severo, puntualizando por nuestra parte tal severidad en el sentido de no confundirla con imperatividad, que no la tiene.

(18) Así, ARRANZ PUMAR, G.: "Documento a consulta de la CNMV, 'criterios para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados' (19 de diciembre de 2008)", *DN*, núm. 221, febrero de 2009, p. 71, cuando calificó las medidas del Documento a consulta de "muy sensatas".

(19) <http://www.cnmv.es/cnmvdia/decetes/AbusoMdo.pdf>. Sobre la misma *vid.* el resumen, aunque de aspectos ajenos al objeto de este trabajo, de PERDICES HUETOS, A., CAMPINS VARGAS, A. y SÁEZ LACAVE, M.ªI.: "Crónica legislativa", *RMV*, núm. 1, 2007/1, pp. 400-402.

(20) Ya ARRANZ PUMAR, G.: "Normativa en proyecto", *DN*, núm. 198, marzo de 2007, p. 69, criticó la ICAM porque se hubiese presentado casi quince meses después de que se aprobase el RD 1333/2005, de 11 de noviembre.

CNMV [21]. Estamos, por tanto, una vez más, ante una actuación informal de la CNMV, a la manera de las antiguas Cartas-circulares, con los riesgos que, en términos de facilidad de elusión sistemática y de actuaciones poco transparentes, se han venido tradicionalmente criticando por nuestra doctrina científica a este tipo de actuaciones [22]. Es cierto que estamos en un nivel de desarrollo normativo interno similar al nivel tres de las recomendaciones comunitarias en la materia, fruto de los trabajos del Comité Europeo de Supervisores de Valores (CESR, *Charter of the Committee of European Securities Regulators*), pero entendemos que el papel educador y disuasorio que pueden surtir estas recomendaciones resulta insuficiente, en términos de seguridad, en un mercado ahora tan inseguro como es el mercado de valores [23]. De hecho, viene a ratificar ese escaso nivel normativo el *Plan de Actividades de la CNMV de 2009* cuando explicita la finalidad de los Criterios de la CNMV: "facilitar y clarificar la actitud esperada de la CNMV de los emisores (...) ante la publicación de determinadas informaciones sobre un valor cotizado".

Con el fin de acotar más el trabajo de nuestro estudio vamos a centrarnos en la proyección de esos Criterios de la CNMV sobre las propias sociedades cotizadas en cualquier mercado secundario oficial en España, sean sociedades nacionales o extranjeras [24], dejando a un lado a los intermediarios financieros. Debe quedar claro desde este momento que, como dicen los propios Criterios de la CNMV —e insistió en ello el *Plan de Actividades de la CNMV de 2009*—, no estamos ante un rígido protocolo de actuación de los emisores, sino ante el establecimiento de unas pautas de actuación esperables por parte de ellos, actuación que se considera por la CNMV redundará en una mayor integridad del mercado, al objeto de minimizar las interpretaciones divergentes y dotar a la citada actuación de la CNMV de la máxima transparencia.

---

[21] Hacemos nuestras las críticas de PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G.: "El Real Decreto 1333/2005, sobre abuso del mercado en la perspectiva del Derecho de sociedades", *RDS*, núm. 26, 2006-1, pp. 127 y 137, a la Carta de 22 de diciembre de 2005 de la CNMV a los presidentes de las sociedades cotizadas, con recomendaciones sobre reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales del mercado.

[22] Así, BELANDO GARÍN, B.: *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2004, pp. 300-301, no sin antes, *loc. ult. cit.*, pp. 298-300, haber citado también algunas de sus ventajas.

[23] Cfr. HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: "Las recomendaciones de nivel tres en desarrollo de la Directiva sobre abuso de mercado y su repercusión en España", *RMV*, núm. 1, 2007/1, pp. 524-526 y 539, donde se muestra muy favorable a la adopción de este tipo de recomendaciones, a la manera de las antiguas Cartas-circulares, por parte de la CNMV, y siguiendo también la estela de la *Comunicazione* DME/5078692, de 29 de noviembre de 2005, de la Consob italiana, con un valor de meras guías interpretativas de la normativa vigente, integrantes de un *soft law*, tal y como ya reconoció la Iniciativa contra el abuso de mercado de la CNMV.

[24] Ya antes, analizando la Ley financiera y el ámbito subjetivo del artículo 83 bis de la LMV, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Las normas de conducta", *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, F. Sánchez Calero y J. Sánchez-Calero Guilarte (coord.), Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2003, p. 298.

II. EMISORES DE VALORES, RUMORES E INFORMACIONES

El artículo 83 bis de la LMV, desarrollado por el artículo 7 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, que desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado [25], obliga a todos los emisores de valores, durante las fases de estudio o negociaciones de cualquier tipo de operación jurídica [26] o financiera [27] que pueda influir de manera apreciable en la cotización de valores o instrumentos financieros aceptados, a

---

[25] Que recordamos dice: "Artículo 7. Deber de confidencialidad.

1. Quedarán excluidos del deber de información al público, en los términos y condiciones establecidos en el artículo 83 bis.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, siempre que se mantengan las debidas salvaguardas de confidencialidad, los actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones que tengan la consideración de relevantes.

Podrán, en particular, acogerse a lo dispuesto en este apartado los actos de tal naturaleza en los supuestos siguientes:

a) Negociaciones en curso, o circunstancias relacionadas con aquéllas, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la difusión pública de la información. En concreto, en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no sea aplicable la legislación concursal, la difusión al mercado se podría retrasar durante un plazo limitado, si tal difusión pudiera poner en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de negociaciones específicas concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo del emisor.

b) Decisiones adoptadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos, cuando la organización de ese emisor exija la separación entre dichos órganos, siempre que la difusión pública de la información anterior a esa aprobación, junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación está pendiente, pusiera en peligro la correcta evaluación de la información por parte del mercado.

2. Cuando un emisor o una persona que actúe en su nombre o por cuenta de aquél revele información relevante en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o sus funciones, deberá hacerla pública en su integridad, y hacerlo simultáneamente en el caso de revelación intencional, o bien prontamente, en el caso de revelación no intencional.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no se aplicará si la persona que recibe la información tiene un deber de confidencialidad, con independencia de que esa obligación se base en una norma legal, reglamentaria, estatutaria o contractual.

3. Además, para asegurar la confidencialidad de esa información los emisores habrán de controlar el acceso a ésta y, en particular, deberán adoptar las medidas necesarias para:

a) Negar el acceso a esa información a personas que no sean las que deban tenerla en el ejercicio de sus funciones en el emisor.

b) Garantizar que las personas que tengan acceso a esa información conozcan las obligaciones legales que implica y sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de dicha información.

c) Difundir inmediatamente la información en el caso de que el emisor no pudiera garantizar la confidencialidad de la información relevante pertinente".

Sobre el citado precepto reglamentario, en la doctrina científica *vid.* PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G.: "El Real Decreto…", *op. cit.*, pp. 126-127.

[26] *Rectius*, negocio jurídico, como razonó FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Las normas...", *op. cit.*, p. 298, partidario de reservar el concepto de operación para aquéllas de naturaleza financiera.

[27] En la doctrina científica, HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: "La obligación de difusión de información relevante y sus excepciones", *RMV*, núm. 4, 2009, p. 190, va más allá del dictado legal y entiende

adoptar una serie de medidas o cautelas (28), que configuran un deber de sigilo y confidencialidad (29), de entre las que nos interesa destacar aquí dos:

A) La de efectuar un seguimiento de la evolución de la cotización de sus títulos en relación con la información económica. En este punto el artículo 83 bis.1.e) de la LMV habla de vigilar, esto es, establece un deber de vigilancia o análisis (30), en tanto que los Criterios de la CNMV matizan más ese que correctamente denominan "deber legal de vigilancia" para referir además un "seguimiento continuado de aquellas noticias de relevancia sobre las que razonablemente el emisor debiera tener conocimiento que sobre ellos puedan aparecer en los medios de comunicación y difusores profesionales de información económica" (31), que, a nuestro juicio, quiere decir que el emisor deberá seguir en todo momento las noticias integrantes de la información económica, para así trascender de lo que podría extraerse de una lectura apresurada del artículo 83 bis de la LMV, a cuyo efecto el emisor deberá tener una política o un procedimiento sobre seguimiento y tratamiento de dicha información que deberán ser conocidos por su personal (32). Y es que conviene recordar que el artículo 83 bis.1 de la LMV habla sólo de las fases de estudio o negociación, lo que literalmente interpretado podría entenderse como el establecimiento de un deber de carácter puntual, que ya la doctrina entendió que en la práctica se debe traducir en una conducta continuada en el tiempo, dada la constante generación de información por la sociedad cotizada que puede in-

---

que las obligaciones de vigilancia y respuesta del emisor ante filtraciones van más allá de las citadas fases de estudio o preparación, extendiéndolas a los supuestos en que el emisor haya decidido retrasar la difusión de información, argumentando que ello se debe a que el deber legal ha de abarcar el control de filtraciones, extendiéndose más allá de la que dice la disposición legal expresa lo que, a nuestro juicio, resulta discutible.

(28) Como dice VICENT CHULIÀ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, 21.ª edición, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008, p. 1037.

(29) Como indican TAPIA HERMIDA, A.J.: "Abuso de mercado: desarrollo de la Ley del mercado de valores por el Real Decreto 1333/2005", *RDBB*, núm. 101, enero-marzo de 2006, p. 231, y CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., en Uría-Menéndez: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo II, segunda edición, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007, p. 408.

(30) Como bien dice ENTRENA RUIZ, D.: *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador,* Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006, p. 102, y también se desprende de FUENTES NAHARRO, M.: "Sometimiento...", *op. cit.*, p. 269. Para HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: "La obligación...", *op. cit.*, p. 190, se trata más bien de un deber de análisis.

(31) Cfr. con el texto del borrador de Criterios de la CNMV, mucho más rígido al respecto, pues decía: "seguimiento continuado de todas las noticias que sobre ellos puedan aparecer en los medios de comunicación y difusores profesionales de información económica". Utilizando un calificativo que emplea el texto definitivo de los Criterios de la CNMV consideramos que es más razonable esa redacción definitiva, pues el deber de seguimiento se pondera en función de la relevancia de las noticias y de la razonabilidad de su conocimiento por parte del emisor, todo ello sobre la base, además, del principio de proporcionalidad —también nuevo respecto del Borrador de Criterios de la CNMV— en que la CNMV basa expresamente esta actuación esperable por parte de los emisores.

(32) Con ARRANZ PUMAR, G.: "Documento a consulta...", *op. cit.*, p. 72.

fluir de manera apreciable en la cotización de sus valores (33). Por otro lado, el ámbito objetivo del citado deber continuado de seguimiento no es toda información económica, sino sólo aquella que, a su vez, cumpla los siguientes requisitos fijados en el artículo 83 bis.1.e) de la LMV:

a) ser emitida por difusores profesionales de información económica o (34) medios de divulgación, comprendiendo dentro de estos últimos, sin duda, a los medios de comunicación clásicos (prensa, radio y televisión) y también a los modernos [publicaciones en la Red, que sí son referidas de forma expresa en los artículos 1.2.c) de la Directiva 2003/6 y 83 ter.1.c) de la LMV y en las recomendaciones del nivel tres de CESR, y que deberían haberse recogido también de forma expresa en los Criterios de la CNMV],
b) y susceptible de afectar a la evolución en el mercado de los valores que han emitido.

Los Criterios de la CNMV buscan que el emisor encargue el tratamiento de las citadas noticias por parte de su Unidad de Cumplimiento Normativo o de la persona o unidad encargada de esa función (35), y que materialmente se encargue de dicho seguimiento personal debidamente formado en dicho aspecto.

B) Y la de actuar, mediante la difusión de un hecho relevante, cuando detecten una evolución anormal en los volúmenes de contratación de sus títulos o en los precios alcanzados por ellos y su relación racional con la información económica que sea prematura, parcial o distorsionada [artículo 83 bis.1.f) de la LMV] (36). Es preciso, por tanto, que concurran dos circunstancias que determinan el que estemos ante una conducta *ex post* a realizar por los emisores, una vez:

— que ya se haya producido una fuga de información (37), que bien puede ser consecuencia, por ejemplo, de que la sociedad haya sido víctima de un ata-

---

(33) *Vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Las normas...", *op. cit.*, pp. 298-299.

(34) Sustituimos la conjunción copulativa que emplea el legislador por la disyuntiva, ya que entendemos que el deber de vigilancia se proyecta sobre ambos sujetos activos de difusión de la información.

(35) Previsión que no aparecía en el Borrador de Criterios de la CNMV.

(36) Ya en la doctrina científica FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Las normas...", *op. cit.*, p. 301, criticó la redacción legal ante la dificultad para el emisor de conocer lo que en dicho precepto legal se le exige. Por el contrario, acepta acríticamente el citado precepto legal IRIBARREN BLANCO, M.: *Responsabilidad...*, *op. cit.*, pp. 105-106. En general, sobre el deber legal del emisor a la detección de filtraciones y a la difusión inmediata de la información en caso de que se produzcan *vid.* HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: "La obligación...", *op. cit.*, pp. 189-190.

(37) Así, PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G.: "El Real Decreto…", *op. cit.*, p. 126, al confrontar los artículos 83 bis.1.f) de la LMV y 7.3.c) del RD 1333/2005, en cuanto que este último se sitúa en el plano preventivo de evitación de las consecuencias de posibles fugas futuras de información, cuando no puede garantizar la confidencialidad, y por ello debe difundir la información como hecho relevante para evitar así las consecuencias perjudiciales de tales fugas de información.

que de hackers dirigido a su base de datos o bien de la intercepción por terceros de comunicaciones internas telefónicas o vía correo electrónico [38];

— y que ya se haya experimentado una evolución anormal en los volúmenes de contratación o en las cotizaciones [39], debiendo ponderarse la normalidad en función de los volúmenes de contratación y cotizaciones del mercado en general [40], y entendiéndose en la doctrina que se comprende sólo el supuesto de que la operación que se esté preparando no sea una OPA, que tiene su régimen reglamentario específico [41].

Ahora bien, entendemos que las actuaciones esperables por parte de los emisores, a la luz de los Criterios de la CNMV, no se reducen a ser actuaciones *ex post*, puesto que las actuaciones esperables ante fugas de información subsisten aunque no haya una evolución anormal de volúmenes de contratación o cotizaciones [42].

Y todo ello aunque la citada difusión de información pueda generar perjuicios para la propia sociedad o sus accionistas, máxime cuando se trate de información atinente a fases embrionarias de un futuro negocio jurídico, cuya difusión puede dar una ventaja decisiva a competidores o alertar a una posible sociedad tercera afecta-

---

(38) Como apunta SOLFERINI, M.: "La Direttiva Europea contro gli Abusi di Mercato: informazioni privilegiate e manipolazione", 2002, <http://www.tidona.com/pubblicazioni/ottobre05_2.htm>.

(39) Recordamos aquí el texto de la Comunicazione DME/6027054, de 28 de marzo de 2006, de la Consob, sobre "Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato-Raccomandazioni e chiarimenti", al referirse al artículo 66.8 de su Reglamento de emisores: "29. Al riguardo si precisa che tale obbligo, a differenza di quello concernente la comunicazione degli eventi oggetto di disclosure ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF, non sorge in base all'idoneità ex ante della notizia ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli, bensì a seguito di un'alterazione del prezzo da valutarsi ex post".

(40) Como bien dice la ya antes mencionada Comunicazione DME/6027054, de 28 de marzo de 2006, de la Consob: "Per quanto riguarda le condizioni in presenza delle quali detta variazione dei prezzi è rilevante, si evidenzia che non sussiste uno scostamento rilevante nell'ipotesi in cui le variazioni del prezzo dei titoli quotati risultino in linea con l'andamento del mercato o del settore di appartenenza, ancorché esse comportino un sensibile scostamento dall'ultimo prezzo del giorno precedente".

(41) RIESGO, L y ORTEGA, R.: "La Difusión de noticias e intenciones como un acto de competencia desleal y su encaje con la normativa del mercado de valores", 2009, *Armario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2008 de los grandes despachos,* la Ley, Madrid, 2009, p. 453.

(42) Lo mismo que ya dijo en Italia la Comunicazione DME/6027054, de 28 de marzo de 2006, de la Consob 31: "Si rappresenta, infine, che la conferma, nell'apertura del citato comma 8, di quanto disposto dell'art. 114, comma 4 del TUF, è volta a ribadire che l'obbligo di comunicazione al pubblico in caso di fuga di notizie in merito a informazioni rilevanti sussiste anche in assenza di rumour e/o andamento irregolare dei relativi titoli quotati; ciò per il solo fatto che sia venuta meno la confidenzialità di tali informazioni. Un esempio di fuga di notizia può essere rappresentato dal caso in cui l'emittente abbia evidenza che l'informazione rilevante sia conosciuta da soggetti non sottoposti a vincoli di riservatezza".

da [43]. Se produce de esta forma la consecuencia de que el interés de los accionistas de maximizar el valor de las acciones de la sociedad en la que han invertido (*shareholder value*) resulta sacrificado no en aras del interés de los *stakeholders,* sino en aras del interés de una minoría de otros inversores y accionistas [44].

Quedan fuera del deber de actuación de los emisores y del propio ámbito objetivo de los Criterios de la CNMV los supuestos en que se produzcan movimientos inusuales en el volumen de negociación o precio de una acción fruto de una información basada en el azar, la conjetura o la apuesta sin datos concretos. Como decía la ICAM de 2007, en su Anejo 3, se trata de una perturbación autónoma, carente de base cierta o sin base real, motivada acaso por la propagación de conjeturas, creencias o apuestas, no basada en datos concretos, añaden los Criterios de la CNMV, ante la que ni el emisor está obligado, ni la CNMV puede obligarle, a desmentir esos rumores que el mercado haya creado de forma autónoma, pues la CNMV explicitaba en el meritado Anejo 3 de la ICAM que entendía que será el propio mercado el que deba corregirse, sin precisar desmentidos públicos de la sociedad cotizada de esos rumores que el mercado haya generado de forma autónoma. Entendemos, por tanto, que en este punto la CNMV optó por seguir un principio de intervención mínima de los emisores, no exento, a nuestro juicio, de riesgos para los inversores. Tales riesgos derivan de que para los inversores no especializados resultará muy difícil, cuando no imposible, discriminar si las informaciones que reciben son meras conjeturas, creencias o apuestas o algo más, discriminación que, sin duda, resulta mucho más sencilla para los emisores. Por todo ello, somos de la opinión de que en este punto se debería ser más exigentes con los emisores, al objeto de que los éstos salgan también al paso de tales informaciones-apuestas, para dejar claro que son tales y que los inversores obren en consecuencia de acuerdo con una transparencia mucho mayor [45].

---

[43] A tal efecto cita FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Las normas...", *op. cit.*, p. 302, el ejemplo del estudio del lanzamiento de una OPA y los problemas que su pronta difusión puede generar para el emisor que está efectuando dicho estudio.

[44] *Vid.* DENOZZA, F.: "La nozione di informazione privilegiata tra 'shareholder value' e 'socially responsible investing'", *GC*, 2005-5, p. 600.

[45] Cfr. los criterios español y portugués, pues la CMVM portuguesa sostiene, en sus "Entendimentos da CMVM sobre a divulgaçâo de informaçâo privilegiada por emitentes. Conceitos, linhas de orientaçâo, exemplos e condutas a adoptar", de 12 de agosto de 2008, que "Quando os rumores não tenham qualquer substância, os emitentes não estão legalmente obrigados a divulgar qualquer informação, a não ser quando a CMVM assim o determine. Não obstante, é conveniente ponderarem o interesse em divulgar imediatamente um comunicado de forma a evitar que persistam equívocos no mercado que lhes digam respeito". Tal diversidad de criterios entre los organismos reguladores hispano y luso, por ejemplo, entendemos que no ayuda a salvar la que fue una de las críticas puestas de manifiesto por los supervisados con motivo de la consulta pública del Comité Europeo de Supervisores de Valores (CESR, *Charter of the Committee of European Securities Regulators*), de junio de 2006 (*Call for evidence. Evaluation of the supervisory functioning of the EU market abuse regime*), consistente en la insuficiente interpretación homogénea de la Directiva 2003/6 por parte de los supervisores, como requisito imprescindible para evitar un arbitraje regulatorio —al respecto *vid.* SASTRE CORCHADO, G.J.: "La Directiva...", *op. cit.*, p. 302—.

También quedan fuera del deber de actuación de los emisores los rumores falsos, tan antiguos como las Bolsas de Valores (46), fruto de la manipulación (47). Se trata, como dijo la ICAM de 2007, de aquellas informaciones erróneas o interesadas, difundidas por terceros, especialmente por parte de creadores de opinión (48), que tratan de generar una tendencia, basada en esa pretendida nueva información sobre el valor, en el precio de la que aprovecharse, lo que viene a constituir la doctrinalmente denominada "manipulación informativa" (49). En estos supuestos deberá estarse a la aplicación de las sanciones administrativas del artículo 83 ter de la LMV y penales del artículo 284 del CP (50).

Con carácter general, conviene recordar que los citados "Entendimentos" fueron fruto del Grupo de Trabajo interno creado por el Consejo Directivo de la CMVM portuguesa en mayo de 2007 para la prevención y combate del abuso de mercado, que concretó como una de sus preocupaciones la de prevenir las conductas de manipulación de cotizaciones o negociaciones mediante la difusión de informaciones o rumores falsos o engañosos.

(46) Como recuerda GARCÍA SANTOS, M.ªN.: *Ética...*, *op. cit.*, p. 167, nota 10, recordando ejemplos de las Bolsas de Ámsterdam y Londres en los inicios de los mercados de valores: "En los inicios de la Bolsa de Ámsterdam era común la práctica entre los brokers de ponerse de acuerdo y vender, de forma que los inversores minoristas se asustaban y también vendían provocando el hundimiento del precio y permitiendo comprar barato posteriormente. Durante las guerras napoleónicas se difunden rumores falsos sobre las mismas en los periódicos para influir los precios de los bonos y las acciones de la Bolsa de Londres"; en el mismo sentido, *vid.* MONROY ANTÓN, A.J.: "El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada", *RDBB*, núm. 98, abril-junio de 2005, p. 37, y *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Dykinson, Madrid, 2006, así como, refiriéndose concretamente a la propagación de rumores falsos como una forma ilícita de obtener beneficios con la toma de posiciones cortas previa a la difusión maliciosa de dicho rumor, ya desde la caída de la cotización de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales en 1609, *vid.* BUENAVENTURA, R.: "Las ventas en corto de acciones (*short selling*)", *Boletín de la CNMV*, trimestre IV, 2008, esp. pp. 55 y 62, y en la doctrina comparada SANTI, F.: "La responsabilità delle persona giuridiche per illiciti penale e per illiciti amministrativi di abuso di informazione privilegiate e di manipolazione del mercato", *BBTC*, vol. LIX, enero-febrero de 2006, pp. 81-103.

(47) En la doctrina, anticipa este criterio IRIBARREN BLANCO, M.: *Responsabilidad...*, *op. cit.*, p. 105.

(48) Así, BAENA TOVAR, N.: *La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos*, 2002, <http://www.cnmv.es/publicaciones/abusomercado.pdf>, p. 9.

(49) Como señaló VILLEGAS MORENO, P.: *El abuso de mercado. Introducción al concepto y tipos*, La Antigua, Guatemala, 17 al 20 de septiembre de 2007, file:///C:/Documents%20and%20Settings/ISABEL/Configuraci%F3n%20local/Archivos%20temporales%20de%20Internet/Content.IE5/3I8N3POH/PedroLunes1%5B1%5D.ppt#294,1,EL ABUSO DE MERCADO. INTRODUCCION AL CONCEPTO Y TIPOS Pedro Villegas Moreno, Subdirector de la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV La Antigua, Guatemala, del 17 al 20 de septiembre de 2007, explicitando que integran la manipulación informativa las informaciones difundidas a través de medios de comunicación, incluido Internet, que proporcionan o pueden proporcionar indicios falsos o engañosos (rumores o noticias falsas), especificando HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: "Las recomendaciones...", *op. cit.*, p. 528, que ejemplos de dicha conducta son "los comportamientos de introducción de información en páginas de Internet (...) que contengan declaraciones falsas o engañosas sobre una sociedad cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario". También *vid.* esp. BELANDO GARÍN, B.: "La manipulación...", *op. cit.*, pp. 58 y ss.

(50) *Vid. in extenso*, sobre el delito de abuso de información privilegiada, MONROY ANTÓN, A.J.: "El bien jurídico...", *op. cit.*, pp. 35-82.

Así pues, como explicitan los Criterios de la CNMV, los emisores de valores no están obligados, salvo circunstancias extraordinarias y previo requerimiento expreso de la CNMV, a desmentir rumores falsos o sin base real, siendo suficiente en tales casos con la práctica de una política de "sin comentarios". Es una opción que viene a establecer una especie de intervención mínima de los emisores de valores pero que, a nuestro entender, no resulta plenamente satisfactoria en términos de transparencia informativa. Por ello, insistimos en que en una fase más avanzada de incremento de transparencia sí debería exigirse a los emisores el control de los rumores falsos, obligándoles a desmentirlos en aras de la mejor tutela de los inversores, especialmente minoritarios.

La actuación de los emisores de valores deberá tener lugar, por tanto, frente a las filtraciones o fugas de información, definidas en los Criterios como aquellas informaciones económicas que tienen base real y se manifiestan en el mercado como consecuencia de la difusión prematura, parcial o distorsionada de una operación o hecho real. Son situaciones en las que se ha producido una quiebra, total o parcial, del deber de confidencialidad del emisor, que ha provocado que la información haya comenzado a fluir fuera del círculo reservado de los intervinientes en el proceso negocial correspondiente, y que exigen una confirmación o un desmentido del emisor para evitar la asimetría informativa que provocaría su pasividad (51). Tal actuación de los emisores impedirá que su silencio pueda eventualmente considerarse como confirmación de los rumores, implicando su compromiso respecto a decisiones de futuro (52).

Ahora bien, no todas las filtraciones van a exigir la actuación del emisor, pues las filtraciones pueden ser de dos tipos:

a) las que nosotros denominamos filtraciones *ad intra* y que los Criterios de la CNMV identifican como "filtraciones del 83 bis", que como su propio nombre indica tienen su origen en la propia sociedad cotizada, pues se refieren a operaciones o hechos reales de la propia compañía cotizada en sí, que ella lógicamente conoce;

---

(51) Así lo explicitaron los ya mencionados "Entendimentos" de la CMVM portuguesa de 2008, cuando dijeron que: "16. Diferentes são as situações em que tenha existido quebra, total ou parcial, do dever de sigilo no emitente, e a informação ou parte dela comece a circular para lá do círculo reservado dos intervenientes no processo, nomeadamente um processo negocial, potenciando situações de insider trading".

17. Essa circunstância exige uma confirmação ou um desmentido da entidade emitente, de modo a pôr cobro à inexactidão ou insuficiência da informação e a cumprir o dever legal de divulgação imediata de informação privilegiada.

18. A passividade do emitente neste caso não é aceitável porque, por um lado, já existe uma assimetria informativa ilícita que tem origem na violação de um dever de confidencialidade e, por outro lado, não é aplicável o regime do diferimento da divulgação pois este pressupõe que a informação continua confidencial, o que não se verifica no caso descrito. Por isso mesmo, a lei impõe um dever de informação específico neste caso (art. 248.º-A, núm. 5 do CdVM)".

(52) Riesgo éste apreciado desde la práctica por RIESGO, L. y ORTEGA, R.: "La difusión...", *ob. cit.*, p. 447.

b) y las que venimos en denominar filtraciones *ad extra* y que los Criterios de la CNMV identifican como "otras filtraciones", que se refieren a datos reales de terceros ajenos a la sociedad cotizada y desconocidos por ésta, como pueden ser los casos típicos, que reflejan los Criterios de la CNMV, de la decisión de lanzamiento de una futura OPA hostil sobre la compañía o de la futura formulación de orden de compra o venta de un paquete o participación significativa en la sociedad cotizada.

De tales dos tipos de filtraciones el deber de actuación de los emisores se proyecta sólo sobre las filtraciones *ad intra*, en tanto que además éstas contengan una referencia precisa a una información con carácter privilegiado, de modo que quedan excluidos del ámbito objetivo de estos Criterios de la CNMV las noticias e informaciones de carácter genérico y los datos generales o generalizables del tipo de que la sociedad emisora atraviese por problemas, de que la coyuntura del mercado sea buena o de que los resultados del emisor vayan a ser positivos (53). ¿Cuándo tal referencia es precisa? También los Criterios de la CNMV se ocupan de determinar, a título enunciativo y abierto, algunos cánones de análisis de la precisión, a saber, en función de:

— la cita de decisiones o acuerdos adoptados o la simple alusión a intenciones;
— la descripción de hechos o la simple referencia a posibilidades futuras;
— el ofrecimiento de datos cuantitativos de la operación;
— el aporte de detalles temporales sobre su concreción o firma;
— o la mención a contactos concretos entre personas específicas.

La concurrencia de los antes referidos cánones de precisión permitirá hablar de una filtración en toda su extensión, y no de una mera apuesta o conjetura, que exigirá la actuación del emisor.

En suma, pues, para apreciar la precisión o no hay que acudir a un análisis casuístico en función de circunstancias concretas (54), y hay que hacer abstracción de que la información sea o no completa, pues el objeto de tal información precisa puede ser un aspecto concreto de un proceso negocial complejo, de modo que antes de que ese

(53) Como señaló HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: *El abuso...*, *op. cit.*, p. 312, al describir qué no es información privilegiada.

(54) Como ya se advirtió en los "Entendimentos da CMVM sobre a divulgaçâo de informaçâo privilegiada por emitentes. Conceitos, linhas de orientaçâo, exemplos e condutas a adoptar", de la CMVM portuguesa de 2008.

proceso pueda estar completo puede haber tales hechos concretos que puedan ser objeto de una información precisa a estos efectos (55).

Llegamos así al final de los Criterios de la CNMV aplicables a los emisores en la gestión de noticias y rumores fruto de filtraciones, que se concreta en determinar qué actuación debe adoptar el emisor ante ellos. Tal actuación se rige por dos vectores fundamentales:

a) Uno primero temporal, que es la inmediatez de la actuación. Ya el artículo 83 bis.1.f) de la LMV y el artículo 7.3.c) del Real Decreto 1333/2005 contemplaron la exigencia de una actuación de inmediato del emisor, que reiteran los Criterios de la CNMV.

b) Un segundo, de índole material, constituido por el medio de actuación del emisor a través del cual dar publicidad al contenido de la operación en curso que fue objeto de la filtración que dio origen, a su vez, a la noticia o al rumor. Se trata de la exigencia de publicación de un hecho relevante. Ahora bien, es de observar que los Criterios de la CNMV aplicables al emisor concluyen admitiendo un medio opcional de publicidad que es el contacto inmediato con la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV para exponer el caso. Es esta última una medida que, a nuestro juicio, sólo puede contemplarse como una medida voluntaria y adicional a la de la publicación del hecho relevante pero nunca como una medida alternativa a él. Ello porque hay que recordar que el artículo 83 bis.1.f) de la LMV contempla como única medida imperativa la inmediata difusión del hecho relevante, de modo que no puede a través de unos meros Criterios de la CNMV dejarse sin efecto una norma legal de rango evidentemente superior. Sólo a través de la antes citada interpretación que acabamos de defender se puede mantener la cohonestación de los Criterios de la CNMV con la LMV, pues de lo contrario habrá que entender que éstos hubieran sido nulos, en este punto, por infracción del principio de jerarquía normativa (artículo 9.3 de la CE); por ello estimamos acertado que el texto definitivo de los Criterios de la CNMV, completando el Borrador, haya contemplado expresamente la difusión, de forma clara y precisa, de los hechos que integren la citada información como un hecho relevante.

---

(55) En este sentido, *vid.* los "Entendimentos da CMVM sobre a divulgaçâo de informaçâo privilegiada por emitentes. Conceitos, linhas de orientaçâo, exemplos e condutas a adoptar", de la CMVM portuguesa de 2008: "19. Tanto a informação relativa a cada uma das fases de um processo complexo, tal como a informação relativa ao processo como um todo, pode ser por si só informação precisa. 20. A informação precisa não se confunde com informação completa, pelo que mesmo antes de um processo negocial estar concluído existem diversos factos precisos que podem ser informação privilegiada. A sua sujeição a um regime de segredo pela entidade emitente é em regra um indicador da natureza privilegiada da informação". Ya anteriormente en el mismo sentido, refirió HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: "Las recomendaciones...", *op. cit.*, p. 531, el mismo criterio en las Recomendaciones CESR, cuando este último recordó que en los procesos que transcurrren por etapas, tanto cada una de las etapas como el proceso en su conjunto pueden ser objeto de una información concreta, ejemplificando el caso de la decisión de lanzamiento de una OPA como posible objeto de una información concreta, abstracción hecha de que luego no llegue a materializarse.

Es, ya para concluir, en este punto de difusión de información por los emisores en relación con filtraciones donde entendemos que los Criterios de la CNMV, lo mismo que antes ocurrió con la LMV, desaprovechan la vertiente potenciadora de la transparencia de Internet que referíamos al principio de este trabajo. Ello porque aquí los Criterios de la CNMV debieron contemplar, como medida opcional y digna de ser potenciada, la comunicación electrónica individual del emisor a sus accionistas de la operación filtrada, pues de todos es conocido que no es frecuente que el pequeño inversor se dedique a estar diariamente entrando en la *web* de las sociedades cotizadas en que participa para consultar sus hechos relevantes, de modo que, sin duda, la transparencia se incrementaría en gran medida si el inversor recibiese en su correo electrónico, que sin duda consultará más a menudo que la página web de las sociedades en que invierte, la información acerca de las operaciones objeto de filtración.

III. BIBLIOGRAFÍA

ARRANZ PUMAR, G.: "Normativa en proyecto", *DN*, núm. 198, marzo de 2007.

— "Documento a consulta de la CNMV, 'criterios para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados' (19 de diciembre de 2008)", *DN*, núm. 221, febrero de 2009.

BAENA TOVAR, N.: *La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos*, 2002, <http://www.cnmv.es/publicaciones/abusomercado.pdf>.

BELANDO GARÍN, B.: "La manipulación del Mercado de Valores a través de Internet. Nuevas armas para problemas antiguos", *RDBB*, núm. 90, abril-junio de 2003.

— *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2004.

BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ, F.: *Manual de Derecho mercantil*, volumen II, decimosexta edición, Tecnos, Madrid, 2009.

BUENAVENTURA, R.: "Las ventas en corto de acciones (*short selling*)", *Boletín de la CNMV*, trimestre IV, 2008.

CAPUTI, F.S.: "La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie", *Le Società*, núm. 9, 2008.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., en Uría-Menéndez: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo II, segunda edición, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007.

DENOZZA, F.: "La nozione di informazione prvilegiata tra 'shareholder value' e 'socially responsible investing'", *GC*, 2005-5.

ENTRENA RUIZ, D.: *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador,* Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Las normas de conducta", *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, F. Sánchez Calero y J. Sánchez-Calero Guilarte (coords.), Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2003.

FLORES DOÑA, M.ª de la S.: "El cumplimiento telemático de los deberes de información relevante a la CNMV", *RMV*, núm. 3, 2008.

GARRIDO, J.M.ª: "Derecho comunitario, mercado de valores y códigos de buen gobierno. Intervencionismo *vs.* abstencionismo", *I Congreso nacional de Derecho mercantil. Veinte años de España en la Unión Europea: balance y perspectivas*, I. Arroyo Martínez (coord.), Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007.

HERNÁNDEZ SÁINZ, E.: *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007.

— "Las recomendaciones de nivel tres en desarrollo de la Directiva sobre abuso de mercado y su repercusión en España", *RMV*, núm. 1, 2007/1.

— "La obligación de difusión de información relevante y sus excepciones", *RMV*, núm. 4, 2009.

IRIBARREN BLANCO, M.: *Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas. Su aplicación en los mercados secundarios de valores*, La Ley, Madrid, 2008.

MIEDICO, M.: "La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?", *Le Società*, núm. 5, 2007.

MONROY ANTÓN, A.J.: "El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada", *RDBB*, núm. 98, abril-junio de 2005.

— *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Dykinson, Madrid, 2006.

PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G.: "El Real Decreto 1333/2005, sobre abuso del mercado en la perspectiva del Derecho de sociedades", *RDS*, núm. 26, 2006-1.

PERDICES HUETOS, A., CAMPINS VARGAS, A. y SÁEZ LACAVE, M.ª I.: "Crónica legislativa", *RMV*, núm. 1, 2007/1.

RIESGO, L. y ORTEGA, R.: "La difusión de noticias e intenciones como un acto de competencia desleal y su encaje con la normativa del mercado de valores", 2009, *Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2008 de los grandes despachos*, La Ley, Madrid, 2009.

RUBIO GÓMEZ-CAMINERO, R.: Mercados bursátiles, medios e información. Internet, poder mediático", *Cuadernos de Comunicación e Innovación*, núm. 66, 2006, pp. 87-90. Consultado en <http://www.campusred.net/telos/articulocuaderno.asp?idarticulo=7&rev=66>.

SAIZ, S.: "Campaña de vacunación laboral para directivos", diario *Expansión*, 2 de febrero de 2009, consultado en <www.expansion.com>.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: "La enfermedad como hecho financiero relevante", <http://jsanchezcalero.blogspot.com/2009/02/la-enfermedad-como-hecho-financiero.html>.

SANTI, F.: "La responsabilità delle persona giuridiche per illiciti penale e per illiciti amministrativi di abuso di informazione privilegiate e di manipolazione del mercato", *BBTC*, vol. LIX, enero-febrero de 2006.

SASTRE CORCHADO, G.J.: "La Directiva de abuso de mercado. Un nuevo marco en Europa", *RMV*, núm. 1, 2007/1.

TAPIA HERMIDA, A.J.: "Abuso de mercado: desarrollo de la Ley del mercado de valores por el Real Decreto 1333/2005", *RDBB*, núm. 101, enero-marzo de 2006.

VICENT CHULIÀ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, 21.ª edición, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008.

VILLEGAS MORENO, P.: *El abuso de mercado. Introducción al concepto y tipos*, La Antigua, Guatemala, 17 al 20 de septiembre de 2007, file:///C:/Documents%20and%20Settings/ISABEL/Configuraci%F3n%20local/Archivos%20temporales%20de%20Internet/Content.IE5/3I8N3POH/PedroLunes1%5B1%5D.ppt#294,1,EL ABUSO DE MERCADO. INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO Y TIPOS Pedro Villegas Moreno. Subdirector de la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV La Antigua, Guatemala, del 17 al 20 de septiembre de 2007.

LA TRANSFORMACIÓN DEL MERCADO DE CRÉDITO CONSECUENCIA DE LA DIRECTIVA DE CRÉDITO AL CONSUMO

MIGUEL LINARES POLAINO y MIGUEL SÁNCHEZ MONJO

Abogados de Cuatrecasas, Gonçalves Pereira

RESUMEN

La Directiva 2008/48/CE supone una importante transformación del mercado europeo de crédito al consumo, cuyo objetivo último es establecer un mercado único que favorezca la contratación de créditos con prestamistas establecidos en cualquier Estado miembro y otorgue una mayor protección a los consumidores. Entre las modificaciones que introduce, destacan la obligación de que los prestamistas e intermediarios queden sujetos a supervisión de organismos reguladores, la estandarización de la información precontractual a proveer a los consumidores y la concesión al consumidor de un derecho de desistimiento del contrato sin motivo y penalización alguna.

Palabras clave: *Directiva 2008/48/CE, crédito al consumo, créditos, protección de los consumidores.*

ABSTRACT

Directive 2008/48/EC will significantly transform the European consumer credit market; the main objectives of this Directive are to establish a single market facilitating the signing of credits offered by creditors established in any EU member state and ensure further consumer protection. This Directive introduces important changes, such as requiring regulatory bodies to supervise creditors and credit intermediaries, standardizing pre-contractual information for consumers, and granting consumers the right to withdraw from the credit agreement without having to give a reason.

Key words: *Directive 2008/48/EC, consumer credit, credits, consumer protection.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. ANTECEDENTES NORMATIVOS.
III. IMPLANTACIÓN Y TÉCNICA LEGISLATIVA.
IV. ÁMBITO DE APLICACIÓN.
V. PILARES DE LA DIRECTIVA.

A) **La protección del consumidor.**

a) Publicidad.
b) Información precontractual.
c) El contrato de crédito al consumo e información sobre condiciones contractuales.
d) Derecho de desistimiento.
e) Reembolso anticipado.
f) Resolución del contrato.
g) Análisis de la solvencia.
h) Utilización de bases de datos destinadas a evaluar la solvencia.

B) **La regulación de los sujetos intervinientes en el mercado.**

VI. NORMAS ESPECÍFICAS PARA DETERMINADOS CONTRATOS CRÉDITO AL CONSUMO.

A) **Contrato de descubierto.**
B) **Contratos vinculados.**

I. INTRODUCCIÓN

La aprobación 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 (en adelante, la "Directiva"), supone el inicio de una profunda transformación en el mercado de crédito al consumo de la Unión Europea, tanto en el ámbito de los sujetos participantes en él, como en el propio desarrollo de la actividad de concesión de créditos.

El objetivo último de esta reforma del mercado crediticio europeo no es otro que facilitar la competencia entre los prestamistas de los distintos Estados miembros, posibilitando que los consumidores europeos puedan acceder a los créditos ofrecidos con mejores condiciones por los prestamistas, independientemente del Estado miembro en que estén establecidos.

Dentro de las distintas modificaciones del mercado de crédito que se incluyen en la Directiva destacan fundamentalmente tres:

— La transformación de un mercado de crédito en el que, junto con las entidades de crédito, participan prestamistas que desarrollan su actividad de concesión de crédito al margen de la supervisión de organismos regulatorios, en un nuevo sistema regulado en el que tanto prestamistas, ya sean personas físicas o jurídicas, como intermediarios deberán actuar bajo el control supervisor de las instituciones regulatorias nacionales.

— La estandarización de la información precontractual, al introducir la Directiva un modelo normalizado de información previa que deberá facilitarse a los consumidores, que permitirá a éstos comparar fácilmente las distintas ofertas que reciban de prestamistas establecidos en distintos Estados miembros.

— La concesión a los consumidores del derecho a desistir del contrato de crédito sin indicar motivo ni penalización alguna, dentro de los catorce días siguientes a la firma del contrato o a la recepción de éste por el consumidor.

Junto a estas importantes modificaciones, la Directiva establece distintas disposiciones encaminadas a la armonización del mercado comunitario de crédito al consumo, con las que se pretende reducir la fragmentación de este mercado, caracterizado por las grandes diferencias existentes entre los tipos de interés de las entidades de los distintos Estados miembros. Así, observamos que el tipo de interés medio de los créditos al consumo varía desde, aproximadamente, el 5% en Alemania, Luxemburgo, Finlandia y Austria, los Estados miembros donde es más barato, hasta el 14% en Portugal y Eslovaquia, quedando España en la franja baja, por debajo del 8% [1].

II. ANTECEDENTES NORMATIVOS

La anterior Directiva 87/102/CEE, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo, y sus modificaciones posteriores (de los años 1990 y 1998), supusieron la creación de un marco normativo europeo destinado a establecer un mercado de crédito regulado por disposiciones comunes y con un régimen mínimo de protección a los consumidores.

Entre los aspectos destacados que regulaba esta Directiva 87/102/CEE se encontraban la exigencia de incluir el porcentaje anual de cargas financieras (mediante un ejemplo representativo) en aquellas comunicaciones publicitarias que indicasen el tipo de interés, la obligación de formalizar el contrato por escrito, así como la posibilidad de que, en caso de que el prestamista cediese el crédito a un tercero, el consumidor pudiese hacer valer frente a éste los derechos que tuviera frente al prestamista.

Sin embargo, años después, y tal y como indicó la Comisión Europea en sus informes de 1995, 1996 y 1997, se puso de manifiesto que, a pesar de la implantación de la Directiva 87/102/CEE, seguían existiendo importantes divergencias entre las distintas legislaciones nacionales sobre la regulación del crédito al consumo, así como en lo relativo a la protección de los consumidores.

En efecto, dentro de la flexibilidad de la Directiva 87/102/CEE, algunos Estados miembros decidieron incrementar la protección mínima de los consumidores establecida por dicha Directiva, produciéndose, en consecuencia, diferencias legislativas que, en cierta forma, distorsionaban la competencia transfronteriza entre los prestamistas europeos, generando desigualdades en la protección de los consumidores.

---

[1] Fuente: Banco Central Europeo. Año 2009.

Ante esta situación, la Unión Europea decidió, en el año 2002, revisar el marco jurídico establecido por la Directiva 87/102/CEE, con el objetivo de establecer efectivamente un mercado de crédito al consumo dotado de mayor transparencia y eficacia, que, por un lado, pudiera otorgar un alto grado de protección homogénea entre los consumidores de los distintos Estados miembros y, por otro lado, permitiera la libre circulación de las ofertas de crédito de los prestamistas europeos, siendo éstos los principales cometidos de la Directiva.

Por otro lado, conviene reseñar que, al margen de este proceso legislativo del crédito al consumo, se han desarrollado paralelamente dentro de la Unión Europea distintas iniciativas normativas que, regulando aspectos específicos de los mercados financieros, han incidido tangencialmente en la regulación del crédito al consumo. En este sentido, destaca fundamentalmente la Directiva 2002/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, transpuesta en el ordenamiento jurídico español por la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

En concreto, muchos de los aspectos que ahora han sido introducidos en la regulación del mercado de crédito al consumo por la Directiva ya se contemplaban en la Directiva 2002/65/CE, aplicable a la comercialización de servicios financieros (incluyendo servicios bancarios, de crédito, seguros e inversión) realizada exclusivamente a través de técnicas de comunicación a distancia.

Entre dichos aspectos, se encuentran la obligación de informar con la debida antelación de las condiciones contractuales o el derecho de desistimiento del consumidor, que le permite resolver el contrato en un plazo de 14 días desde su firma, sin indicación de los motivos y sin penalización alguna.

III. IMPLANTACIÓN Y TÉCNICA LEGISLATIVA

Como se ha puesto de manifiesto al inicio, el doble objetivo de la Directiva consiste en conferir a los consumidores un estatuto de protección homogéneo en la contratación de créditos al consumo y en facilitar que los prestamistas europeos puedan ofrecer sus créditos fuera del Estado miembro en donde estén establecidos, reduciendo la fragmentación actual existente en el mercado de crédito al consumo.

El plazo que establece la propia Directiva para conseguir este objetivo es relativamente breve, ya que, como muy tarde, el día 11 de junio de 2010 los Estados miembros habrán debido adoptar y publicar las disposiciones necesarias para incorporar la Directiva a sus ordenamientos nacionales.

Para garantizar una mayor efectividad en la consecución de su objetivo, la Directiva ha optado por un sistema de armonización total, mediante el cual los Estados miembros no pueden mantener ni establecer disposiciones nacionales que sean distintas a las previstas por la Directiva, sin perjuicio de que ésta permita a los Estados miembros regular de la forma que estimen conveniente determinados aspectos relativos al crédito al consumo.

De esta forma, los Estados miembros pueden, por ejemplo, mantener o adoptar normas sobre la responsabilidad solidaria del vendedor o proveedor de servicios y el prestamista, o sobre la terminación del contrato de venta de bienes o prestación de servicios en caso de que el consumidor ejerza su derecho de desistimiento del contrato de crédito.

Fuera de estos casos, el alcance de la potestad normativa de los Estados miembros se encuentra limitada por el propio contenido de la Directiva, de la misma forma en que los propios consumidores ven reducido también su margen de actuación en la contratación de créditos al consumo, en la medida que los derechos que la Directiva les concede son irrenunciables (artículo 22 de la Directiva).

IV. ÁMBITO DE APLICACIÓN

De forma general, la Directiva se aplica a los contratos de crédito que se celebren con consumidores, entendiéndose por contrato de crédito aquel en el que 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.

A estos efectos, la Directiva precisa también qué se entiende por consumidor y prestamista. En concreto, se considera consumidor cualquier persona física que contrata el crédito con fines ajenos a su actividad comercial o profesional, mientras que se entiende por prestamista cualquier persona física o jurídica que concede o se compromete a conceder un crédito en el ejercicio de su actividad comercial o profesional. No obstante, la Directiva permite que los Estados miembros puedan limitar que la actividad de concesión de créditos únicamente la realicen las personas jurídicas o sólo algunas de ellas.

De acuerdo con los artículos 2 y 3.c) de la Directiva, quedan excluidos de su ámbito de aplicación determinados contratos, entre los que destacan:

a) Los contratos para la prestación continuada de servicios o para el suministro de bienes en el marco de los cuales el consumidor paga por tales bienes o servicios de manera escalonada mientras dure la prestación.

b) Contratos de crédito garantizados por una hipoteca sobre un inmueble u otra garantía comparable.

c) Contratos destinados a financiar la adquisición o conservación de derechos de propiedad sobre terrenos o edificios existentes o por construir.

d) Los contratos de crédito cuyo importe total sea inferior a 200 euros o superior a 75.000 euros.

e) Contratos de arrendamiento o de arrendamiento financiero en los que no se establezca una obligación de compra del objeto del contrato.

f) Contratos de crédito concedidos en forma de facilidad de descubierto y que tengan que reembolsarse en el plazo de un mes.

g) Contratos de crédito concedidos libres de intereses y sin ningún otro tipo de gastos. En este caso, habrá que atender a los posibles supuestos en los que se pretenda eludir la aplicación de la Directiva mediante la simple ocultación de los costes reales del crédito, simulando que el crédito es gratuito o que se encuentra concertado por debajo de los costes del mercado. En este sentido, la actuación de los órganos judiciales será esencial a fin de preservar la aplicación íntegra de la Directiva.

h) 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.

i) Contratos de crédito relativos al pago aplazado, sin gastos, de una deuda existente.

V. PILARES DE LA DIRECTIVA

El conjunto del marco normativo establecido por la Directiva se fundamenta en dos aspectos fundamentales que podrían caracterizarse como pilares de dicha regulación.

Estos dos elementos fundamentales son, en concreto, la protección del consumidor y la regulación de los sujetos intervinientes en la concesión de créditos.

En cierta forma, podría considerarse que estos dos pilares se asemejan a los que fundamentan la reforma del mercado de valores realizada por las Directivas MiFID (*Markets in Financial Instruments Directives*) y, en concreto, por la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión.

En efecto, las Directivas MiFID han introducido importantes reformas en el mercado de instrumentos financieros en distintos aspectos que encuentran su paralelismo en la regulación que establece la Directiva.

Así, por ejemplo, las obligaciones de información previa sobre los servicios de inversión que exigen las Directivas MiFID serían análogas a las establecidas por la Directiva.

Asimismo, la exigencia de evaluar de forma previa la idoneidad o conveniencia de los inversores respecto de los servicios de inversión e instrumentos financieros tendría, en cierta forma, su equivalente en la Directiva en la obligación de evaluar la solvencia del consumidor con anterioridad a la concesión del crédito al consumo.

Finalmente, la prohibición de intermediarios de empresas de servicios de inversión diferentes de los agentes regulados exclusivos establecida en la transposición en España de las Directivas MiFID sería análoga a la sujeción de los intermediarios de crédito a la supervisión de organismos regulatorios que impone la Directiva.

A) La protección del consumidor

El primero de los pilares de la Directiva, la protección del consumidor, se materializa en el establecimiento de distintas obligaciones de información para el prestamista, en todas las fases del proceso de contratación del crédito al consumo: la publicidad, la información precontractual y el contenido del contrato. Asimismo, destaca el establecimiento de derechos adicionales del consumidor, como son el derecho de desistimiento, de reembolso anticipado y de resolución del contrato.

a) Publicidad

Empezando por la primera fase de la comercialización del crédito al consumo, la publicidad, la Directiva amplía el número de aspectos que debían contenerse en las comunicaciones publicitarias en virtud de la Directiva 87/102/CEE.

En concreto, toda publicidad relativa a los contratos de crédito que indique un tipo de interés o una cifra relacionada con el coste del crédito deberá incluir de forma clara y destacada, mediante un ejemplo representativo, no sólo el tipo deudor y la tasa anual equivalente, sino también, en su caso, el importe total del crédito, la duración del contrato y los servicios accesorios (p. ej. seguros) que sean necesarios contratar para poder obtener el crédito, entre otros aspectos.

No obstante, esta obligación no será de aplicación en aquellos Estados miembros en los que la legislación nacional requiera que se incluya la tasa anual equivalente en la publicidad de contratos de crédito que no indique un tipo de interés. Entre dichos Estados, no se encontraría España, dado que la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de crédito al consumo, exige que se mencione también la tasa anual equivalente (mediante un ejemplo representativo) en la publicidad únicamente cuando se indiquen el tipo de interés o cualesquiera cifras relacionadas con el coste del crédito.

b) Información precontractual

Uno de los aspectos fundamentales que abarca la Directiva es la regulación de la obligación de informar adecuadamente al consumidor de forma previa a la celebración del contrato de crédito al consumo.

En concreto, se regula con amplio detalle el contenido específico que ha de tener dicha información precontractual, debiendo los prestamistas utilizar un modelo normalizado de documento de información previa establecido por la propia Directiva a fin de cumplir con esta obligación.

Sin lugar a dudas, el hecho de que la Directiva exija que la información precontractual proporcionada a los consumidores deba presentarse en el mismo formato normalizado en toda la Unión Europea genera grandes ventajas en tanto que los consumidores podrán realizar comparaciones directas entre distintas ofertas de créditos al consumo presentadas en una forma estándar.

No obstante, conviene recordar que la intención primera de la Unión Europea consistía en establecer un modelo normalizado de contrato de crédito (no de informa-

ción precontractual), que consiguiera conceder una mayor protección a los consumidores, habida cuenta de la insuficiencia del régimen de protección que reflejaban los distintos estudios de las instituciones europeas realizados después de la reforma de 1998 de la Directiva 87/102/CEE. La contraposición de intereses entre las entidades de crédito y las asociaciones de consumidores llevó finalmente a la Unión Europea a adoptar una posición intermedia, materializada en el modelo de información precontractual que se establece en la actual Directiva.

A pesar de ello, no han dejado de surgir ciertas voces críticas frente al carácter detallado de la información precontractual que ha de proporcionarse a los consumidores. Estas críticas, surgidas incluso en el propio seno del Parlamento Europeo durante el proceso de elaboración de la Directiva, consideran que este trámite de la información precontractual convierte a la contratación de un crédito al consumo en un proceso excesivamente burocrático, sobrecargado de documentación e información, siendo exagerado que, para adquirir un crédito de pequeña cuantía, el consumidor tenga que recibir un documento con un volumen relativamente elevado de páginas sólo sobre información precontractual, lo cual, incluso, podría disuadir a los consumidores de adquirir un crédito de estas características.

Algunas de estas críticas consideran, además, que sería suficiente que se proporcionase, por adelantado, al consumidor únicamente un ejemplar de los términos del contrato con el fin de cumplir con el requisito de la información precontractual.

En efecto, el elevado detalle de la información configura el modelo de información precontractual como un documento excesivamente largo, al ocupar varias páginas. En este sentido, conviene señalar que esta exhaustividad, a pesar de suponer un importante instrumento de información para el consumidor, no garantiza una mayor transparencia en la contratación de créditos al consumo. De hecho, el aportar al consumidor un importante volumen de información puede hacer que éste desista de analizarlo y, por tanto, de conocer los detalles de la operación que va a contratar.

En nuestra opinión, habría resultado más adecuado reducir el modelo de información precontractual a un documento con una extensión máxima de una cara de un folio, que permitiera al consumidor, una vez familiarizado con su estructura, detectar la información que considere relevante mediante una rápida lectura.

Entrando en detalle en el contenido de la obligación de información previa, su cumplimiento debe realizarse teniendo en cuenta los siguientes aspectos:

a) La información debe remitirse al consumidor con la debida antelación. Sin embargo, la Directiva no establece qué ha de entenderse por debida antelación. En todo caso, debe realizarse antes de que el consumidor asuma cualquier obligación. En la práctica bancaria española, la expresión "debida antelación" ha sido interpretada habitualmente como un plazo de quince días. Sin embargo, dada las características de la contratación del crédito al consumo, este plazo podría resultar excesivamente largo.

   En efecto, en determinados mercados de bienes y servicios que requieren la concesión de un crédito al consumo para su adquisición, el hecho de exigir

que la información precontractual se provea con una antelación de quince días dificultaría especialmente la contratación de dichos bienes y servicios. A modo de ejemplo, podría citarse la contratación de viajes a través de un crédito, donde la exigencia de informar al cliente al menos quince días antes de la firma del contrato obligaría a los consumidores a anticipar con excesiva antelación la planificación de sus viajes, en un mercado que requiere, en la práctica, una mayor flexibilidad y celeridad.

b) La información debe ser personalizada para el consumidor, esto es, debe proporcionarse sobre la base de las condiciones del crédito ofrecidas por el prestamista y, en su caso, de las preferencias manifestadas y de la información facilitada por el consumidor.

c) La información debe remitirse en el formato estandarizado establecido en el anexo II de la Directiva, denominado Información normalizada europea sobre el crédito al consumo.

d) Debe proporcionarse en papel o en cualquier otro soporte duradero, definido por la Directiva como cualquier instrumento que permita al consumidor conservar la información que se le transmita personalmente, de forma que en el futuro pueda recuperarla fácilmente durante un período de tiempo adaptado a los fines de dicha información y que permita la reproducción idéntica de la información almacenada.

Respecto del contenido concreto de la información precontractual, ésta debe incluir una gran cantidad de aspectos, que podrían agruparse en función de su contenido:

a) Sobre identificación del prestamista e intermediarios: la identidad del prestamista y, en su caso, del intermediario.

b) Sobre las características del crédito: tipo de crédito, importe, condiciones para su disposición y duración.

c) Sobre las condiciones financieras: tipo deudor, índices o tipos de referencia aplicables al tipo deudor inicial, tasa anual equivalente (ilustrada mediante un ejemplo representativo que incluya todas las hipótesis utilizadas para calcular dicha tasa y personalizada de acuerdo con las condiciones que haya establecido el consumidor sobre el crédito), importe, número y periodicidad de los pagos que deberá efectuar el consumidor, tipo de interés de demora y los gastos por impago.

d) Sobre los gastos asociados al contrato: gastos de mantenimiento de las cuentas que fueran necesarias para registrar a la vez las operaciones de pago y de disposición del crédito; gastos relativos a la utilización de un medio de pago que permita la disposición del crédito y otros gastos derivados del contrato de crédito; costes adeudados al notario por el consumidor al suscribir el contrato de crédito, en su caso.

e) Sobre la existencia o ausencia de determinados derechos del consumidor, tales como el derecho de desistimiento, al reembolso anticipado, a recibir

gratuitamente una copia del proyecto del contrato de crédito, a ser informado de forma gratuita del resultado de la consulta de una base de datos para la evaluación de su solvencia.

f) El período de tiempo durante el cual el prestamista queda vinculado por la información precontractual, cuando proceda. En este sentido, la Directiva no establece un período mínimo en el cual dicha oferta debe ser vinculante, lo cual podría suponer un cierto retroceso en la protección del consumidor en España, ya que en la vigente Ley 7/1995, de crédito al consumo, las ofertas tienen carácter vinculante durante un plazo mínimo de diez días hábiles. En cualquier caso, es muy probable que el legislador equipare al actual el plazo en el cual la oferta resulte vinculante en la normativa que transponga la Directiva en el ordenamiento jurídico español.

No obstante, a pesar de la exhaustividad de esta información, cabe la posibilidad de que el consumidor necesite ser informado de forma personalizada para comprender el significado de todos o algunos de los extremos incluidos en la información previa. En este sentido, la Directiva exige a los Estados miembros que garanticen que los prestamistas expliquen al consumidor de forma personalizada aquella información incluida en el documento de información precontractual que el consumidor no alcance a comprender, con el objeto de que pueda evaluar si el contrato de crédito se ajusta a sus necesidades y a su situación financiera.

Asimismo, cabe reseñar, por otro lado, que la Directiva establece normas específicas sobre la información precontractual que debe facilitarse cuando se utilice telefonía vocal o medios de comunicación a distancia para comunicarse con el consumidor.

Por último, ha de destacarse que están exentos de cumplir con esta obligación de proporcionar información precontractual los proveedores de bienes o servicios que sólo actúen como intermediarios de crédito a título subsidiario, es decir, cuando su actividad como intermediarios no constituya el objeto principal de su actividad empresarial. En todo caso, el consumidor sigue estando suficientemente protegido, ya que es el propio prestamista el que ha de garantizar que reciba la información precontractual completa, bien a través del intermediario, si el prestamista y el intermediario así lo acuerdan, o bien por cualquier otro medio adecuado.

c) El contrato de crédito al consumo e información sobre condiciones contractuales

La Directiva regula también la entrega del contrato de crédito al consumidor, así como la información que debe mencionarse en él.

En concreto, el contrato de crédito debe especificar, de forma clara y concisa, prácticamente los mismos aspectos que debían incluirse en la información precontractual, con inclusión, además, de los siguientes:

a) En los contratos de crédito de duración fija, el derecho del consumidor a recibir gratuitamente un extracto de cuenta, en forma de cuadro de amortiza-

ción, previa solicitud y en cualquier momento a lo largo de toda la duración del contrato de crédito. Este cuadro de amortización indica los pagos adeudados, así como los períodos y las condiciones de pago de tales importes.

b) La existencia o ausencia del derecho de desistimiento y el plazo y demás condiciones para ejercerlo, incluida la información relativa a la obligación del consumidor de pagar el capital utilizado y los intereses y el importe del interés diario.

c) El procedimiento que deberá seguirse para ejercer el derecho de poner fin al contrato de crédito.

d) La existencia o no de procedimientos extrajudiciales de reclamación para el consumidor y la forma para acceder a ellos.

e) En su caso, nombre y dirección de la autoridad de supervisión competente.

f) Las demás condiciones del contrato, cuando proceda.

En todo caso, supone una regulación exhaustiva del contenido del contrato, dado que hasta hoy la Ley 7/1995 se limita a exigir que en el contrato figuren la tasa anual equivalente, el importe, el número y periodicidad de los pagos para el reembolso del crédito y los elementos que componen el coste total del crédito, además de las condiciones esenciales, sin precisar qué debe entenderse por éstas.

Sobre la forma del contrato, la Directiva exige que se establezca en papel o en otro soporte duradero, siendo necesario que todas las partes contratantes reciban un ejemplar del contrato de crédito. En este caso, la novedad consiste en que el contrato se pueda formalizar en soporte duradero distinto al papel, ya que la Ley 7/1995 únicamente acepta que los contratos se formalicen por escrito, siendo nulos aquellos que no revistan esta forma.

Asimismo, como ya se establece en la Ley 7/1995, la Directiva confiere al consumidor el derecho a ser informado de toda modificación del tipo de interés. La comunicación de esta modificación se entiende que debe realizarse de forma individualizada, en papel o en otro soporte duradero antes de que entre en vigor la modificación. No obstante, el contrato puede establecer que este derecho de información del consumidor se materialice de forma periódica en los casos en que la modificación del tipo de interés se produzca como consecuencia de variaciones en el tipo de referencia.

d) Derecho de desistimiento

Entre los derechos que concede la Directiva al consumidor, destaca el derecho a poder desistir del contrato de crédito sin motivo y penalización alguna. No obstante, este derecho debe ejercerse en un plazo de catorce días hábiles, a contar desde la fecha de suscripción del contrato de crédito, o bien desde la fecha en que el consumidor recibió el contrato, si esta fecha fuera posterior a la fecha de suscripción de éste.

Sin embargo, dada la forma en que se regula el inicio de dicho cómputo de catorce días en la Directiva, surgen dudas sobre la posibilidad de que existan supuestos

en los que, habiendo un contrato vinculado, el bien entregado catorce días después de la firma del contrato (o de su entrega) no se adecúe a las condiciones pactadas, de tal forma que el consumidor no podría ejercer su derecho de desistimiento al haber transcurrido el plazo de catorce días para ello, debiéndose conformar con el bien defectuoso que haya recibido.

En todo caso, para que el desistimiento surta efecto, el consumidor debe notificar el ejercicio de su derecho antes de que transcurra el plazo citado de catorce días y por medios que puedan ser probados de conformidad con la legislación nacional. A fin de evitar controversias en cuanto al momento en que el consumidor realizó dicha notificación, la Directiva considera que el consumidor ha efectuado tal notificación en plazo si la ha enviado antes de la expiración de dicho plazo de catorce días y mediante documento en papel o cualquier otro soporte duradero a disposición del prestamista y accesible para él.

En el caso de que el consumidor decidiera ejercer su derecho de desistimiento, deberá pagar al prestamista el capital y el interés acumulado sobre dicho capital entre la fecha de disposición del crédito y la fecha de reembolso, sin ningún retraso indebido, a más tardar a los treinta días de haber enviado la notificación de desistimiento al prestamista, sin que quepa la posibilidad de que el prestamista pueda reclamar al consumidor cualquier otra compensación en caso de desistimiento.

No obstante lo anterior, el hecho de que el prestamista no pueda reclamar compensación deja abierta a la interpretación la obligación de éste de devolver las comisiones iniciales derivadas de la contratación del crédito, como serían la comisión de estudio (o apertura) o la cuota anual de las tarjetas de crédito. En nuestra opinión, para que los prestamistas pudieran pretender la no devolución de dichas comisiones sería necesario que demostrasen que efectivamente han incurrido en un coste a la hora de conceder el crédito, satisfecho inicialmente mediante el cobro de estas comisiones.

En este sentido, por un lado, parece contrario al espíritu de la Directiva que las entidades retengan las cantidades de las comisiones. Por otro, podría no ser equitativo que se impusiera legalmente a las entidades la obligación de soportar el coste del estudio de la concesión de un crédito, siempre que pudieran justificarlo. Finalmente, esta cuestión deberá ser aclarada por la transposición de la Directiva a la normativa española o por la interpretación que de ésta realicen los juzgados y tribunales.

Por último, conviene destacar que, si bien el derecho de desistimiento es una novedad en el crédito al consumo, no lo es, sin embargo, en otros ámbitos de protección del consumidor, como, por ejemplo, la contratación de servicios financieros a distancia. En efecto, la Directiva 2002/65/CE, sobre comercialización a distancia de servicios financieros, transpuesta en España por la Ley 22/2007, también permite al consumidor poder desistir del contrato a distancia sin indicación de los motivos y sin penalización alguna dentro de los catorce días naturales desde la celebración o entrega del contrato.

e) Reembolso anticipado

Otro de los derechos que se concede al consumidor consiste en poder liquidar en todo momento, total o parcialmente, las obligaciones derivadas del contrato de crédito,

reduciéndose el coste total del crédito. Si bien este derecho ya se contempla en la práctica bancaria y el ordenamiento jurídico españoles, constituirá una importante novedad en aquellos Estados en donde no se previera legal o consuetudinariamente.

En todo caso, cuando así lo disponga el contrato de crédito, el prestamista tendrá también derecho a que se le compense por los posibles costes directamente derivados del reembolso anticipado del crédito, siempre que el reembolso se produzca dentro de un período en el cual el tipo deudor sea fijo. La compensación a recibir por el prestamista no podrá ser superior al 1% del importe del crédito reembolsado anticipadamente, si el período transcurrido entre el reembolso anticipado y la terminación acordada del contrato de crédito es superior a un año. Si el período no supera un año, la compensación no podrá ser superior al 0,5% del importe del crédito reembolsado anticipadamente.

El importe de esta compensación beneficiará a los consumidores españoles, dado que la Ley 7/1995 establece que dicha indemnización sea del 1,5% del capital reembolsado, en el caso de contratos que prevén la posibilidad de modificación del coste del crédito a lo largo de la vida del contrato, y del 3%, en el caso de contratos que no contemplan esta posibilidad.

Sin embargo, el prestamista no puede reclamar compensación alguna por reembolso anticipado en los siguientes casos:

a) si el reembolso se ha efectuado en cumplimiento de un contrato de seguro destinado a garantizar el reembolso del crédito;

b) en caso de posibilidad de descubierto, o

c) si el reembolso anticipado se produce dentro de un período para el que no se haya fijado el tipo de interés deudor.

En este ámbito, la Directiva deja cierto margen de acción a los Estados miembros, ya que les permite establecer que:

a) la compensación pueda ser reclamada por el prestamista sólo bajo la condición de que el importe del reembolso anticipado supere el umbral definido por el Derecho nacional, el cual no deberá superar los 10.000 euros en un período de doce meses;

b) el prestamista pueda reclamar excepcionalmente una compensación más elevada si demuestra que las pérdidas sufridas por el reembolso anticipado superan el 1% del importe del crédito reembolsado anticipadamente, si el período transcurrido entre el reembolso anticipado y la terminación acordada del contrato de crédito es superior a un año, o el 0,5% si el período no supera un año.

   Dichas pérdidas deberán calcularse como la diferencia entre el tipo de interés acordado en el contrato y el tipo de interés al que el prestamista pueda prestar el importe del reembolso anticipado en el mercado en el momento del reembolso.

En todo caso, ninguna compensación debe exceder del importe del interés que el consumidor habría pagado durante el período de tiempo comprendido entre el reembolso anticipado y la fecha pactada de finalización del contrato de crédito.

f) Resolución del contrato

La Directiva permite al consumidor poner fin al contrato de crédito de duración indefinida de forma gratuita y en cualquier momento, salvo que las partes hubiesen previsto un plazo de notificación que, en todo caso, no podrá ser superior a un mes.

No obstante, el prestamista también puede poner fin al contrato, siempre que así lo haya dispuesto el contrato y mediante preaviso (por escrito o cualquier otro soporte duradero) de, al menos, dos meses.

Asimismo, el prestamista puede poner fin al derecho del consumidor a disponer de cantidades de un contrato de crédito de duración indefinida, siempre que existan razones objetivamente justificadas (por ejemplo, incumplimiento por el consumidor de sus obligaciones contractuales).

En todo caso, el prestamista debe informar al consumidor de la terminación, indicando las razones de ésta mediante notificación en papel u otro soporte duradero, en la medida de lo posible antes de la terminación y, a más tardar, inmediatamente después de ella.

g) Análisis de la solvencia

Dentro de este régimen de protección del consumidor y con el objeto de asegurar el funcionamiento del mercado crediticio, la Directiva ha establecido una serie de mecanismos destinados a prevenir que los prestamistas concedan créditos sin evaluar la solvencia del consumidor de forma previa a la concesión del crédito, lo cual revierte, en último término, a favor del funcionamiento del mercado de crédito.

En este sentido, se establece la obligación del prestamista de evaluar la solvencia del consumidor, antes de que se celebre el contrato de crédito. Dicha evaluación deberá realizarse en virtud de la información que hubiera facilitado el consumidor, así como de la información contenida en determinadas bases de datos a las que el prestamista tenga acceso.

De la misma forma, si, a lo largo de la duración del contrato de crédito, el prestamista y el consumidor acuerdan la modificación del importe total del crédito, el prestamista deberá actualizar la información de que dispusiera sobre la solvencia del consumidor y volver a evaluar su solvencia, con anterioridad a acordar definitivamente dicha modificación contractual.

Como ya se ha analizado anteriormente, esta obligación de evaluación previa de la solvencia del consumidor sería comparable, en cierta medida, a las nuevas exigencias de evaluación previa de la idoneidad y conveniencia impuestas, en el marco del mercado de valores, por las Directivas MiFID, destinadas a garantizar que los instru-

mentos financieros y los servicios de inversión contratados por los inversores se adecúen a sus conocimientos del mercado financiero y a su perfil de riesgo.

Concretamente, en el ámbito del crédito al consumo, se trataría de adecuar el importe del crédito a conceder a la capacidad máxima de endeudamiento del consumidor. En España, este límite máximo ha venido oscilando tradicionalmente, en la práctica, entre un 30% y un 35% de la renta neta del consumidor.

La conveniencia de exigir el análisis de la solvencia del prestatario proviene de situaciones como las que se han producido durante los últimos años, en los que se ha apreciado un incremento de este límite, lo que ha llevado a determinadas economías familiares a posiciones difíciles, como consecuencia de la actual situación económica, marcada por una tendencia alcista de los tipos de interés y un incremento del desempleo.

h) Utilización de bases de datos destinadas a evaluar la solvencia

Como se ha venido exponiendo, el objetivo último de la Directiva es conseguir un mercado único de crédito al consumo, en el que cada prestamista pueda ofrecer sus créditos en cualquier Estado miembro sin necesidad de tener un establecimiento permanente, ni de introducir cambios en sus ofertas y condiciones, salvo aquellas modificaciones mínimas que puedan ser requeridas para acomodarse a las normas de orden público que cada Estado miembro tenga establecidas.

Para la consecución de dicho objetivo, la Directiva pretende fomentar la libre prestación de servicios de los prestamistas. Sin embargo, en la práctica, estos prestamistas que actuaban en régimen de libre prestación de servicios han venido encontrando, tradicionalmente, obstáculos para desarrollar su actividad en otros Estados miembros.

El obstáculo fundamental consistía en la imposibilidad de acceder a bases de datos del Estado de destino con las que poder evaluar la solvencia de sus potenciales clientes, dado que el uso de estas bases se encontraba limitado a aquellas entidades que se encontraban establecidas en el Estado miembro en cuestión.

Precisamente, para remover dicho obstáculo, la Directiva exige a los Estados miembros que permitan que los prestamistas de los demás Estados miembros puedan acceder sin discriminación a las bases de datos utilizadas en su territorio para evaluar la solvencia de los consumidores, con independencia de que estén o no establecidos en dichos Estados.

En consecuencia, el hecho de permitir a los prestamistas de otros Estados miembros consultar las bases de datos sobre la solvencia de sus potenciales clientes supondrá una mayor competencia entre estos prestamistas, que, a su vez, implicará una reducción de márgenes y una bajada de los costes de los créditos, revirtiendo, en última instancia, en favor de los consumidores.

Asimismo, cabe destacar que, junto a la posibilidad de que los prestamistas de otros Estados miembros puedan acceder a las bases de datos sobre solvencia, la Direc-

tiva exige a los prestamistas que informen al consumidor de los resultados obtenidos en la consulta de estas bases de datos, si la denegación de la solicitud de crédito se fundamenta en la información contenida en éstas. No obstante, esta obligación no es aplicable en aquellos supuestos en que facilitar dicha información esté prohibido por la normativa comunitaria (por ejemplo, la relativa a la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo) o sea contrario al orden público.

B) La regulación de los sujetos intervinientes en el mercado

El segundo de los pilares de la Directiva es la imposición de que los prestamistas y los intermediarios de crédito pasen a ser sujetos regulados por las instituciones regulatorias nacionales, a fin de tener un mayor control de los sujetos que participan en el mercado de crédito al consumo.

Esta exigencia supone una importante novedad en el mercado de crédito, dado que, con anterioridad a la Directiva, los prestamistas no estaban sujetos obligatoriamente al régimen de supervisión de organismos supervisores, lo que suponía, en cierta medida, una merma en la seguridad y protección del consumidor.

Asimismo, la sujeción de los prestamistas y los intermediarios de crédito al régimen de supervisión de organismos reguladores muestra el propósito de la Unión Europea de garantizar una supervisión completa de los distintos participantes en los mercados financieros, configurando éstos como sistemas cerrados para aquellos sujetos no regulados.

En efecto, la Directiva vendría a cumplir con dicho propósito en el mercado de crédito, de la misma forma que las Directivas MiFID en el mercado de valores. En concreto, las Directivas MiFID y su transposición en España exigen que únicamente aquellos sujetos que estén autorizados administrativamente (por la Comisión Nacional del Mercado de Valores) puedan operar en el mercado de valores, bien como empresas de servicios de inversión o como agentes exclusivos.

Sin embargo, a pesar del impacto y de la importancia que tiene esta novedad en el mercado crediticio, la Directiva se limita únicamente a exigir que los Estados velen por que los prestamistas sean supervisados por un organismo o una autoridad independientes de las instituciones financieras o estén regulados.

Igualmente, tampoco es muy prolija la regulación que la Directiva establece sobre los intermediarios de crédito, entendiendo por tales a cualquier persona física o jurídica que, sin actuar como prestamista, desarrolla alguna de las siguientes actividades en el transcurso de su actividad comercial o profesional y contra una remuneración (pecuniaria o de cualquier otra forma):

a) Presenta u ofrece contratos de crédito al consumo.

b) Asiste a los consumidores en los trámites previos de los contratos de crédito.

c) Celebra contratos de crédito con consumidores en nombre del prestamista.

En efecto, la Directiva se limita a exigir, por un lado, a los Estados miembros que consideren a los intermediarios de crédito como sujetos regulados o incluidos en el

ámbito de la supervisión de las autoridades regulatorias nacionales, al igual que los prestamistas, y, por otro lado, a regular determinados aspectos, sin entrar en una profunda regulación de la actividad de este tipo de participantes en el mercado de crédito.

En primer lugar, en cuanto a la exigencia de que los intermediarios de crédito sean sujetos regulados o incluidos en el ámbito de la supervisión de las autoridades regulatorias nacionales, en España ha derivado en un régimen dual de supervisión. En efecto, aquellos prestamistas que sean entidades de crédito quedan sujetos a la supervisión del Banco de España, mientras que el resto de prestamistas y los intermediarios de crédito quedan bajo la supervisión de las autoridades competentes en materia de consumo. Precisamente, es en este último caso donde pueden surgir diferencias en el régimen de supervisión, en tanto que las Comunidades Autónomas tienen competencias en materia de consumo y protección de consumidores, cabiendo, por tanto, la posibilidad de que las obligaciones impuestas legalmente sean diferentes o de diferente intensidad, según la Comunidad Autónoma en que actúen los prestamistas e intermediarios de crédito.

Por otro lado, respecto de la regulación de la actividad de los intermediarios, la Directiva impone la exigencia de que el intermediario de crédito indique su condición de intermediario y su carácter independiente o vinculado con uno o varios prestamistas en su publicidad y en la documentación que entregue a los consumidores, así como de informar al consumidor de la posible remuneración a la que pudiera tener derecho el intermediario de crédito. Esta retribución deberá ser acordada entre el consumidor y el propio intermediario en un documento en papel u otro soporte duradero antes de que se celebre el contrato de crédito, y debe comunicarse al prestamista para que la incluya en el cálculo de la tasa anual equivalente.

En todo caso, a pesar del carácter limitado de la Directiva en este ámbito, ésta no impide a los Estados miembros regular obligaciones adicionales a los intermediarios de crédito. En este sentido, cabe destacar la reciente aprobación en España de la Ley 2/2009, de 31 de marzo, sobre contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, en la que se imponen a los intermediarios de crédito obligaciones de información previa sobre el contrato de intermediación, así como ciertas limitaciones en sus posibilidades de retribución, además de su deber de inscripción en registros oficiales creados al efecto.

VI. NORMAS ESPECÍFICAS PARA DETERMINADOS CONTRATOS CRÉDITO AL CONSUMO

A) Contrato de descubierto

Otro de los aspectos que regula la Directiva son los contratos de crédito en forma de posibilidad de descubierto, entendiendo por tales aquellos contratos en los que de forma explícita el prestamista pone a disposición del consumidor una determinada cantidad superior al saldo existente en la cuenta corriente del consumidor.

En cualquier caso, la regulación de este tipo de contratos no es una novedad en España, dado que ya estaban contemplados en la Ley 7/1995, si bien de forma limitada, al regular la obligación de informar previamente al cliente del límite del crédito, el tipo de interés anual y los gastos aplicables, y el procedimiento para la resolución del contrato, prohibiendo además que se apliquen tipos de interés que den lugar a una tasa anual equivalente superior a 2,5 veces el interés legal del dinero.

Entrando a analizar la Directiva, hay que advertir, no obstante, que el grado de aplicación de la misma a los contratos de descubierto varía en función de sus condiciones y características. En concreto, a los contratos de crédito concedidos en forma de facilidad de descubierto que tengan que reembolsarse en el plazo de un mes, a pesar de estar expresamente excluidos del ámbito de aplicación de la Directiva, se les aplica la obligación de informar al consumidor, con la debida antelación antes de que asuma cualquier obligación, de, al menos, el importe total del crédito, el tipo deudor y sus condiciones de aplicación y la tasa anual equivalente ilustrada mediante un ejemplo.

Por su parte, a los contratos en los que el crédito se conceda en forma de posibilidad de descubierto que deban reembolsarse previa petición o en el plazo de tres meses se les aplica únicamente determinadas disposiciones de la Directiva, como las relativas a publicidad, la obligación de evaluar la solvencia del consumidor, el acceso a bases de datos por parte del prestamista, la obligación de redactar el contrato en papel o cualquier otro soporte duradero, los contratos vinculados, la cesión de los derechos derivados del contrato, la tasa anual equivalente, los intermediarios de crédito, las medidas de ejecución previstas en el capítulo VII de la Directiva, así como las previsiones específicas para contratos de descubierto sobre información precontractual, contenido del contrato y remisión de extractos.

Precisamente, respecto de la obligación de informar previamente al consumidor sobre las condiciones de este tipo de contratos, el prestamista debe informar al consumidor por escrito o por cualquier otro soporte duradero, con la debida antelación, y antes de que el consumidor asuma cualquier obligación. No obstante, esta obligación de información previa es menos exigente que para el resto de contratos de crédito sujetos a la Directiva, ya que han de informar sobre un menor número de aspectos.

Así, por ejemplo, deben informar del importe total del crédito; la duración del contrato; el tipo deudor y sus condiciones de aplicación; la tasa anual equivalente ilustrada mediante un ejemplo representativo [(2)]; las condiciones y el procedimiento para poner fin al contrato; la indicación de que al consumidor podrá exigírsele que reembolse la totalidad del importe del crédito en cualquier momento en que se le pida, cuando así proceda; el tipo de interés de demora y, en su caso, los gastos por impago; el derecho del consumidor a ser informado del resultado de la consulta de una base de datos para la evaluación de su solvencia; los gastos aplicables y el período de tiempo

---

(2) Respecto de la obligación de información previa sobre la tasa anual equivalente, el artículo 6.2 de la Directiva permite a los Estados miembros decidir que no se estipule la tasa anual equivalente en los contratos que concedan la posibilidad de descubierto que deba reembolsarse previa petición o en el plazo de tres meses.

durante el cual el prestamista queda vinculado por la información precontractual, cuando proceda.

En todo caso, esta información precontractual debe proporcionarse al consumidor en el formato establecido en el anexo III de la Directiva, que facilitará al prestamista demostrar el cumplimiento de esta obligación de información precontractual.

Junto a esta información precontractual, el prestamista debe facilitar al consumidor, siempre que éste así lo solicite, una copia del proyecto del contrato de crédito, salvo en los casos en que el prestamista no esté dispuesto a celebrar el contrato de crédito en el momento de la solicitud.

Otra de las obligaciones específicas que se imponen a los contratos de crédito en forma de posibilidad de descubierto consiste en la remisión periódica al consumidor de un extracto de cuenta, bien en papel o en cualquier otro soporte duradero, en el que se indiquen los importes dispuestos y su fecha de disposición, el saldo y fecha del extracto anterior, el nuevo saldo, la fecha y el importe de los pagos efectuados por el consumidor, así como el tipo deudor y los recargos aplicados.

Asimismo, al igual que lo previsto para el resto de contratos de crédito sujetos a la Directiva, el prestamista debe informar al consumidor, en papel o en otro soporte duradero, de los incrementos del tipo deudor o de los recargos que deba pagar el consumidor antes de que cualquiera de estas modificaciones entre en vigor.

Rebasamiento.

Junto a este tipo de contratos en los que se prevé la posibilidad de conceder un crédito a través de descubiertos, la Directiva regula de forma específica el descubierto tácito o, en los términos de la propia Directiva, el rebasamiento, distinto del descubierto expreso analizado anteriormente.

En concreto, la Directiva define el rebasamiento como el "descubierto aceptado tácitamente mediante el cual un prestamista pone a disposición de un consumidor fondos que superen el saldo de la cuenta corriente del consumidor o la posibilidad de descubierto convenida".

Sin embargo, a este tipo de descubiertos únicamente se les aplican las disposiciones de la Directiva sobre la supervisión y regulación de los prestamistas (artículo 20 de la Directiva), los capítulos VII y VIII sobre medidas de ejecución y entrada en vigor de la Directiva, así como el artículo 18, que establece las disposiciones específicas del rebasamiento.

Precisamente, entre dichas disposiciones específicas destaca la necesidad de que los contratos de cuenta corriente que permitan al consumidor realizar rebasamientos prevean el tipo deudor y sus condiciones de aplicación y modificación.

Asimismo, en el caso de que se produzca rebasamiento de una cuantía importante que se prolongue durante un período superior a un mes, el prestamista deberá informar sin demora al consumidor, en papel o en cualquier otro soporte duradero, de la existencia e importe del rebasamiento, del tipo deudor y penalizaciones, gastos e intereses de demora aplicables.

B) Contratos vinculados

La Directiva establece reglas aplicables a los llamados contratos vinculados, es decir, aquellos en los que se cumplan las siguientes condiciones:

i) el contrato de crédito sirve exclusivamente para financiar un contrato relativo al suministro de bienes específicos o a la prestación de servicios específicos, y

ii) los dos contratos constituyen una unidad comercial desde un punto de vista objetivo, es decir, cuando el proveedor del bien o el suministrador del servicio financien el crédito al consumo o, en el caso de que este sea financiado por un tercero, cuando el prestamista se sirva de la intervención del proveedor del bien o el suministrador del servicio en la preparación o celebración del contrato de crédito, o cuando los bienes específicos o la prestación de un servicio específico vienen expresamente indicados en el contrato de crédito.

Resulta destacable que la Directiva no exija, para determinar si hay un contrato vinculado, la existencia de un acuerdo previo, concertado en exclusiva, entre el prestamista y el proveedor de los bienes o servicios, en virtud del cual aquél ofrece crédito a los clientes del proveedor para la adquisición de los bienes o servicios de éste, requisito que sí se prevé en el artículo 15 de la Ley 7/1995. No obstante, hay que advertir, igualmente, que la exigencia de acuerdo previo exclusivo entre prestamista y proveedor ha sido objeto de una interpretación amplia por parte de los órganos judiciales en España, expresada con ocasión de los conocidos casos de las academias "Opening", en el sentido de que basta una mera colaboración planificada entre el prestamista y el proveedor para apreciar la existencia de un contrato vinculado.

Por otro lado, la Directiva establece la relación que existe entre los contratos vinculados. Así, si el consumidor ha ejercido su derecho de desistimiento conforme al Derecho comunitario respecto a un contrato de suministro de bienes o servicios, dejará de estar obligado por un contrato de crédito vinculado.

De igual forma, si los bienes o servicios estipulados en un contrato de crédito vinculado no son entregados, o lo son sólo en parte, o no son conformes con el contrato de suministro de bienes o servicios, el consumidor tendrá derecho de recurso contra el prestamista siempre que haya recurrido contra el proveedor y no haya obtenido de él la satisfacción a que tiene derecho con arreglo a lo dispuesto por la ley o por el contrato de suministro de bienes o servicios. No obstante, esta regulación ha de entenderse sin perjuicio de las disposiciones nacionales que asignen al prestamista una responsabilidad solidaria respecto de cualquier reclamación del consumidor contra el proveedor cuando la adquisición a éste de bienes o servicios se haya financiado mediante un contrato de crédito, como sería el artículo 15 de la Ley 7/1995, de crédito al consumo.

JURISPRUDENCIA

EL REQUISITO DE LA PROPORCIONALIDAD EN EL EJERCICIO DE "DERECHOS ESPECIALES DEL ESTADO" EN GRANDES EMPRESAS PRIVATIZADAS (SOCIEDADES COTIZADAS) QUE OPERAN EN SECTORES ESTRATÉGICOS O DE SERVICIO PÚBLICO

—(Comentario a la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas [1]*, Sala Tercera, de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07, Comisión de las Comunidades Europeas* [2] *contra República Italiana)—*

ANTONIO TAPIA HERMIDA

Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

Aquellos "derechos" o prerrogativas "especiales" (derechos de oposición o de veto, fundamentalmente) constituyen normativas de

ABSTRACT

Those "rights" or "special" prerogatives (opposition or veto Rights, mainly) are regulations of public intervention in the

(1) La denominación Tribunal de Justicia es la correcta desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa (artículo 13 de la versión consolidada del Tratado del Unión Europa), comprendiendo el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, al Tribunal de Justicia, al Tribunal General y a los Tribunales especializados. No obstante, en el momento en que se dictó la sentencia objeto de comentario la denominación correcta era la de Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas. Según indicaba el Libro de Estilo Interinstitucional de la Unión Europea, Oficina de Publicaciones, punto 9.5.a), "La denominación completa y oficial, en documentos jurídicos, era 'Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas'. La denominación corriente, nombre abreviado, en documentos no jurídicos era 'Tribunal de Justicia (Tribunal)'. La Abreviatura era 'TJCE'. Su denominación en los actos del Consejo era 'Tribunal de Justicia', y su sede 'Luxemburgo'". Por todo ello debe mantenerse en el título del presente comentario la referencia a Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas.

(2) La Comisión de las Comunidades Europeas pasa oficialmente a denominarse Comisión Europea, desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa (artículo 13 de la versión consolidada del Tratado del Unión Europea), bien que ya desde la entrada en vigor del Tratado de Niza viniese conociéndose con tal denominación. Por todo ello y dada la fecha en que se interpuso la demanda y se dictó la sentencia objeto de comentario debe mantenerse en el título de este comentario la anterior denominación oficial de Comisión de las Comunidades Europeas, que, por lo demás, es la que se hace figurar en la propia sentencia.

intervención pública en la actividad de empresas privatizadas. Su existencia se justifica únicamente por la protección de intereses nacionales, generales o fundamentales. Por ello su ejercicio ha de adecuarse al principio de "proporcionalidad" (principio general del ordenamiento comunitario), pues, en otro caso, se violentarían libertades fundamentales comunitarias (la libertad de establecimiento, artículo 43 de la CE, y la libre circulación de capitales, artículo 56 de la CE). Tales derechos y prerrogativas se diferencian de las "acciones de oro" en que su atribución al poder público no precisa, necesariamente, de participación accionarial alguna. Pueden derivar directamente de la norma que los establece respecto a concretas empresas privatizadas, en relación con las cuales el poder público se haya reservado cierto poder de control (directo o indirecto), en cuyo caso se equiparan a una específica "forma de titularidad (pública) de las empresas". También se diferencian de los poderes atribuibles a las entidades reguladoras o supervisoras, así como de la actividad legislativa de ordenación general de la economía.

Palabras clave: *Derechos especiales, Empresas privatizadas, Acciones de oro, Principio de "proporcionalidad", Libertad de establecimiento, Libre circulación de capitales.*

activity of privatised companies. Their existence is exclusively justified for the protection of national, general or fundamental interests. For that reason, its exercise should meet the proportionality principle (a general principle of the European Law) or it will negatively affect European fundamental freedoms (establishment freedom —article 43 EC—, and freedom of capital movement, article 56 EC). Such rights and prerogatives differ from the "golden shares" because their attribution to public powers does not necessarily imply any equity interest. They can directly derive from the regulation establishing them in respect of specific privatised companies in relation of which the public powers had reserved certain (direct or indirect) control power, in which circumstance they are equalled to a specific "kind of (public) ownership of companies". Likewise, they differ from the powers attributable to regulatory or supervisory entities as well as from the legislative activity for the general regulation of the economy.

Key words: *Special rights, Privatised Companies, Golden shares, Proportionality principle, Freedom of establishment, Freedom of capital movement.*

SENTENCIA

Mediante su recurso, la Comisión de las Comunidades Europeas solicita al Tribunal de Justicia que declare que la República Italiana ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud de los artículos 43 de la CE y 56 de la CE al adoptar las disposiciones del artículo 1, apartado 2, del Decreto del Presidente del Consejo de Ministros por el que se fijan los criterios para el ejercicio de los derechos especiales previstos en el artículo 2 del Decreto-ley núm. 332, de 31 de mayo de 1994, convalidado con modificaciones mediante la Ley núm. 474, de 30 de julio de 1994 (decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474), de 10 de junio de 2004 (GURI núm. 139, de 16 de junio de 2004, p. 26; en lo sucesivo, "Decreto de 2004").

Marco jurídico

Decreto-ley núm. 332/1994

2 El Decreto-ley núm. 332, relativo a la aceleración de los procedimientos de venta de las participaciones del Estado y de los organismos públicos en las sociedades por acciones (decreto-legge n. 332, norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni), de 31 de mayo de 1994 (GURI núm. 126, de 1 de junio de 1994, p. 38), fue convalidado con modificaciones por la Ley núm. 474, de 30 de julio de 1994 (GURI núm. 177, de 30 de julio de

1994, p. 5). Dicho Decreto-ley fue modificado ulteriormente por la Ley núm. 350, relativa a las disposiciones para la elaboración del presupuesto anual y plurianual del Estado (Ley de presupuestos para 2004) [legge n. 350, disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004)], de 24 de diciembre de 2003 (suplemento ordinario a la GURI núm. 196, de 27 de diciembre de 2003, en lo sucesivo, "Ley de presupuestos núm. 350/2003"). El mencionado Decreto-ley, en su versión convalidada y modificada (en lo sucesivo, "Decreto-ley núm. 332/1994"), establece que el Estado tiene derechos especiales en determinadas sociedades (en lo sucesivo, "derechos especiales").

3 *Según el artículo 2, apartado 1, del Decreto-ley núm. 332/1994:*

"Un decreto del Presidente del Consejo de Ministros, adoptado a propuesta del Ministro de Economía y Finanzas en concierto con el Ministro de Actividades Productivas y con los ministros competentes en función del sector, previa comunicación a las comisiones parlamentarias competentes, designará, entre las sociedades controladas directa o indirectamente por el Estado que desarrollen su actividad en los sectores de la defensa, de los transportes, de las telecomunicaciones, de los recursos energéticos y de los demás servicios públicos, aquellas en cuyos estatutos deberá establecerse por acuerdo de la junta general extraordinaria, antes de la adopción de cualquier acto que suponga la pérdida del control, una cláusula que atribuya al Ministro de Economía y Finanzas una o varias de las siguientes facultades especiales, que deberán ser ejercidas de común acuerdo con el Ministro de Actividades Productivas [...]".

4 *Esos derechos especiales, enunciados en el mencionado artículo 2, apartado 1, letras a) a d) son los siguientes:*

a) la oposición a la adquisición por inversores de participaciones importantes en dichas sociedades, que representen, al menos, el 5% de los derechos de voto o el porcentaje inferior que el Ministro de Economía y Finanzas fije por decreto. Para formular su oposición, las autoridades disponen de un plazo de 10 días desde la fecha de la comunicación que deben realizar los administradores de la sociedad de que se trate en el momento de la solicitud de inscripción en el registro de los accionistas, mientras que el cesionario dispone de 60 días para impugnar la decisión de las autoridades ante el tribunal competente;

b) la oposición a los pactos o acuerdos entre accionistas que representen, al menos, el 5% de los derechos de voto o el porcentaje inferior que el Ministro de Economía y Finanzas fije por decreto. Los plazos de 10 y de 60 días mencionados en la letra a) son aplicables, respectivamente, a la oposición de las autoridades y al recurso de los accionistas que se adhieran a los pactos o acuerdos de que se trate;

c) el veto a las decisiones de disolución de la sociedad, de traspaso de la empresa, de fusión, de escisión, de transferencia de la sede de la sociedad al extranjero, de modificación del objeto social o del estatuto social que supriman o alteren los derechos especiales. Se establece un plazo de 60 días para impugnar una decisión de veto;

d) la designación de un administrador sin derecho de voto.

5 *Del escrito de recurso se desprende que se introdujo una cláusula relativa al ejercicio de los derechos especiales, en particular, en los estatutos de las sociedades italianas ENI, Telecom Italia, Enel y Finmeccanica, que operan respectivamente en los sectores de la petroquímica y de la energía, de las telecomunicaciones, de la electricidad y de la defensa.*

6 *El artículo 4, apartado 230, de la Ley de presupuestos núm. 350/2003 establece que los criterios para el ejercicio de los derechos especiales se establecerán mediante decreto* ad hoc *del Presidente del Consejo de Ministros, a propuesta de los Ministros de Economía y Finanzas y de Actividades Productivas —que se adoptará en un plazo de 90 días tras la entrada en vigor de la mencionada Ley—, y que limitará la utilización de los mencionados derechos únicamente a los casos de perjuicio a los intereses vitales del Estado.*

Decreto de 2004

7 *Con arreglo al artículo 1, apartados 1 y 2, del Decreto de 2004:*

> *"1. Los derechos especiales del artículo 2 del Decreto-ley núm. [332/1994] se ejercerán exclusivamente cuando concurran motivos cruciales e imperativos de interés general relativos, en particular, al orden público, a la seguridad pública, a la sanidad pública y a la defensa, de manera idónea y proporcionada a la protección de tales intereses, incluso mediante los plazos oportunos, sin perjuicio del respeto de los principios del ordenamiento interno y del derecho comunitario y, en primer lugar, del principio de no discriminación.*
>
> *2. Sin perjuicio de la finalidad indicada en el apartado 1, los derechos especiales a los que se refiere el artículo 2, apartado 1, letras a), b) y c), del Decreto-ley núm. [332/1994] se ejercerán cuando concurran las siguientes circunstancias:*

a) un peligro grave y real de un corte en el aprovisionamiento nacional mínimo en productos petrolíferos y energéticos, así como del suministro de servicios conexos y derivados y, en general, del aprovisionamiento de materias primas, de bienes esenciales para la colectividad o del nivel mínimo de servicios de telecomunicación y de transporte;

b) un peligro grave y real para la continuidad del ejercicio de las obligaciones con la colectividad en un servicio público, así como para el ejercicio de las misiones de interés general confiadas a la sociedad;

c) un peligro grave y real para la seguridad de las instalaciones y las redes de los servicios públicos esenciales;

d) un peligro grave y real para la defensa nacional, la seguridad militar, el orden público y la seguridad pública;

e) urgencias sanitarias."

Procedimiento administrativo previo

8 *La Comisión inició un procedimiento por incumplimiento por infracción de los artículos 43 de la CE y 56 de la CE en relación con los criterios para el ejercicio de los derechos especiales mediante el envío de un escrito de requerimiento a la República Italiana el 6 de febrero de 2003. Posteriormente, dicho Estado miembro modificó su legislación al adoptar la Ley de presupuestos núm. 350/2003 y el Decreto de 2004. No obstante, estimando que las modificaciones introducidas no eran suficientes, la Comisión le remitió un escrito de requerimiento complementario el 22 de diciembre de 2004.*

9 *Tras recibir la respuesta del Gobierno italiano de 20 de mayo de 2005, el 18 de octubre de 2005, estimando que no podía aceptar los argumentos contenidos en esa respuesta, la Comisión dirigió a la República Italiana un dictamen motivado que se refería únicamente a los criterios establecidos en el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004, invitándola a adecuarse a ellos en un plazo de dos meses a partir de la recepción del dictamen. Como respuesta, el mencionado Estado miembro transmitió una nota en la que impugnaba, esencialmente, el análisis de la Comisión.*

10 *Por considerar que la situación seguía siendo insatisfactoria, la Comisión decidió interponer el presente recurso.*

Sobre el recurso

Alegaciones de las partes

11 *Según la Comisión, la infracción de los artículos 43 de la CE y 56 de la CE por parte de la República Italiana se debe a que el Decreto de 2004 no precisa de modo suficiente los criterios para el ejercicio de los derechos especiales. En opinión de dicha institución, los mencionados criterios no permiten a los inversores conocer las situaciones en las que se utilizarán esos derechos.*

12 *Así, la Comisión sostiene que las situaciones concretas que pueden incluirse en el concepto de "peligro grave y real" del artículo 1, apartado 2, letras a) a d), del Decreto de 2004 son potencialmente numerosas, indeterminadas e indeterminables. Añade que esa falta de precisión en la determinación de las circunstancias específicas y objetivas que justifican que el Estado haga uso de los derechos especiales confiere un carácter discrecional a esos derechos, habida cuenta del margen de apreciación del que disponen las autoridades italianas. En su opinión, esto desincentivaría de manera general a los inversores, especialmente a los que proyecten instalarse en Italia con*

miras a influir en la gestión de las empresas afectadas por la normativa de que se trata.

13 *La Comisión observa que, dado que el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004 se refiere al ejercicio de los derechos especiales previstos por el Decreto-ley núm. 332/1994, la evaluación de la proporcionalidad de dicho Decreto incluye el examen de la legitimidad de esos derechos en situaciones determinadas.*

14 *La Comisión admite que la libertad de establecimiento y la libre circulación de capitales pueden verse limitadas por medidas nacionales justificadas sobre la base de los artículos 46 de la CE y 58 de la CE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones comunitarias de armonización que establezcan las medidas necesarias para garantizar la protección de los intereses fundamentales del Estado.*

15 *En lo que respecta a los sectores regulados, como el de la energía, el gas natural y las telecomunicaciones, la Comisión considera que el objetivo de protección de los intereses fundamentales del Estado puede conseguirse adoptando medidas menos restrictivas, como las previstas por el legislador europeo. La Comisión cita, en particular, las Directivas 2003/54/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2003, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 96/92/CE (DO L 176, p. 37), 2003/55/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2003, sobre normas comunes para el mercado interior del gas natural y por la que se deroga la Directiva 98/30/CE (DO L 176, p. 57), y 2002/21/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de marzo de 2002, relativa a un marco regulador común de las redes y los servicios de comunicaciones electrónicas (Directiva "marco") (DO L 108, p. 33). La Comisión subraya que esas directivas prevén la puesta en práctica de medidas destinadas a proteger al aprovisionamiento nacional mínimo en los ámbitos contemplados. Dicha institución alega que la República Italiana no explica por qué la protección del aprovisionamiento nacional mínimo en los sectores de la economía así regulados no puede garantizarse con arreglo a las mencionadas directivas.*

16 *En lo que atañe a los sectores no regulados, la Comisión sostiene que la República Italiana no ha proporcionado ninguna justificación para la aplicación de los criterios controvertidos.*

17 *Asimismo, observa que no existe ningún vínculo causal entre, por una parte, la necesidad de garantizar el aprovisionamiento energético y prestar servicios públicos y, por otra, el control del accionariado y la gestión de una empresa.*

18 *Por consiguiente, según la Comisión, el Decreto de 2004 constituye un instrumento que va más allá de lo necesario para defender los intereses públicos que trata de proteger.*

19 *La República Italiana destaca, en primer lugar, que la Comisión dedica una gran parte de su análisis a demostrar la supuesta ilegalidad de los derechos especiales cuyo régimen se establece en el Decreto-ley núm. 332/1994. Ahora bien, sostiene que el incumplimiento objeto del recurso y del dictamen motivado se refiere únicamente al Decreto de 2004, y no al Decreto-ley núm. 332/1994. Por consiguiente, el presente recurso no incluye la supuesta ilegalidad del régimen de los derechos especiales impuesto por ese Decreto-ley.*

20 *Según dicho Estado miembro, de ello se deriva que no cabe admitir la parte esencial de las imputaciones realizadas por la Comisión en su recurso. Afirma que lo mismo ocurre con las imputaciones relativas a los límites impuestos por la República Italiana sobre la adquisición de acciones en las sociedades de que se trata, imputaciones que se refieren a la propiedad de las acciones, es decir, a la estructura de dichas sociedades. En efecto, según la República Italiana, la Comisión le reprocha principalmente haber implantado medidas de control sobre la mencionada estructura, y no medidas que permitan controlar decisiones de gestión específicas. Pues bien, según dicho Estado miembro, esas imputaciones se refieren al Decreto-ley núm. 332/1994, y no al Decreto de 2004.*

21 *Por lo tanto, la República Italiana solicita que se desestimen las imputaciones basadas en la falta de proporcionalidad de las disposiciones relativas a los derechos especiales, dado que esa parte del recurso se refiere en realidad al Decreto-ley núm. 332/1994.*

22 *En segundo lugar, la República Italiana rebate el análisis de la Comisión en la medida*

en que ésta basa la parte esencial de sus imputaciones en una supuesta infracción del artículo 56 de la CE, relativo a la libre circulación de capitales, añadiendo a la vez que esas imputaciones podrían basarse igualmente en una infracción del artículo 43 de la CE, relativo a la libertad de establecimiento. Según dicho Estado miembro, de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia, concretamente de la sentencia de 12 de septiembre de 2006, Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas (C-196/04, Rec. p. I-7995), se desprende que, si una cuestión puede examinarse desde el punto de vista de la libertad de establecimiento, ello excluye que esté comprendida en el ámbito de aplicación de la libre circulación de capitales. Afirma que, dado que las medidas controvertidas se refieren a actos destinados a ejercer una influencia determinante sobre la gestión de las sociedades de que se trata, son pertinentes los artículos 43 de la CE, 45 de la CE y 46 de la CE. Añade que este extremo es importante, ya que esos artículos contienen disposiciones menos restrictivas que los artículos 56 de la CE y 58 de la CE.

23 *En tercer lugar, la República Italiana cuestiona el fundamento de la imputación relativa al hecho de que las disposiciones del Decreto de 2004 confieran carácter discrecional a los derechos especiales atribuidos a la administración nacional.*

24 *En cuarto lugar, el mencionado Estado miembro refuta la alegación de la Comisión sobre las directivas aplicables en los sectores regulados. En efecto, sostiene que esas directivas sólo serían pertinentes si el recurso se refiriera al Decreto-ley núm. 332/1994, que establece medidas estructurales. Subraya que, por su parte, el Decreto de 2004 no introdujo ninguna medida de ese tipo, sino que se limita a precisar los casos y los requisitos para la adopción de las medidas previstas por dicho Decreto-ley. La República Italiana sostiene que, en cualquier caso, nada impide que los Estados miembros adopten, en esos sectores esenciales, medidas que establezcan poderes de intervención que vayan incluso más allá de las disposiciones de las mencionadas directivas.*

25 *La República Italiana añade que procede aplicar el principio de subsidiariedad. En efecto, en su opinión, la normativa nacional es más adecuada que la normativa comunitaria para regular situaciones que presenten un peligro para los intereses vitales del Estado, situaciones que únicamente éste puede apreciar en un plazo útil y de modo correcto.*

26 *Alega que en los otros sectores de los servicios públicos, que aún no han sido objeto de armonización, como el sector de la defensa nacional, un Estado miembro tiene derecho a adoptar medidas para hacer frente a situaciones gravemente perjudiciales para el interés general.*

27 *Según la República Italiana, la única alegación del recurso que ha de tomarse en consideración es la supuesta falta de previsibilidad de los casos concretos en los que es posible recurrir a las disposiciones del Decreto-ley núm. 332/1994. Sin embargo, dicho Estado miembro sostiene que únicamente pueden identificarse y apreciarse todas las circunstancias específicas en el momento en que se presenta un inversor. Por consiguiente, concluye que los requisitos para el ejercicio de los derechos especiales no pueden determinarse de un modo más preciso al empleado en el Decreto de 2004.*

Apreciación del Tribunal de Justicia

Sobre el objeto del recurso

28 *Según la República Italiana, una parte significativa de las alegaciones de la Comisión no cuestiona realmente los criterios que figuran en el Decreto de 2004, sino los derechos especiales introducidos por el Decreto-ley núm. 332/1994, con el fin de que se declare que esos derechos no son conformes con el Derecho comunitario. En su opinión, dichas alegaciones amplían el objeto del litigio y, por consiguiente, son inadmisibles.*

29 *A este respecto, procede recordar que el dictamen motivado y el escrito de demanda delimitan el objeto de un recurso por incumplimiento (véase, en este sentido, en particular, la sentencia de 24 de junio de 2004, Comisión/Países Bajos, C-350/02, Rec. p. I-6213, apartado 20 y jurisprudencia citada). Dado que, en el presente asunto, esos dos actos se referían únicamente a los criterios establecidos en el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004, procede señalar que la Comisión no ha ampliado el objeto del litigio, de modo que éste es admisible.*

30 *Naturalmente, la Comisión desarrolla alegaciones críticas respecto de los derechos*

especiales implantados por el Decreto-ley núm. 332/1994, pero no los cuestiona y se limita a impugnar los criterios que permiten su ejercicio.

31 *Puesto que el incumplimiento alegado sólo se refiere a los criterios definidos en el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004, únicamente procede pronunciarse sobre la conformidad de dicha disposición con el Derecho comunitario.*

Sobre la aplicación de los artículos 43 de la CE y 56 de la CE

32 *La Comisión estima que el incumplimiento que denuncia debe examinarse a la luz del artículo 43 de la CE, relativo a la libertad de establecimiento, y del artículo 56 de la CE, relativo a la libre circulación de capitales.*

33 *En cuanto a la cuestión de si una normativa nacional se inscribe en el ámbito de una u otra de esas libertades, de una jurisprudencia muy consolidada se desprende que procede tomar en consideración el objeto de la legislación de que se trate (véase la sentencia de 24 de mayo de 2007, Holböck, C-157/05, Rec. p. I-4051, apartado 22 y jurisprudencia citada).*

34 *Están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del Tratado de la CE relativas a la libertad de establecimiento las disposiciones nacionales que son de aplicación a la posesión, por un nacional de un Estado miembro, de una participación tal en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiere una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y le permite determinar las actividades de ésta (véanse, en este sentido, en particular, las sentencias de 13 de abril de 2000, Baars, C-251/98, Rec. p. I-2787, apartado 22, y de 23 de octubre de 2007, Comisión/Alemania, C-112/05, Rec. p. I-8995, apartado 13).*

35 *Están comprendidas en el ámbito de las disposiciones del artículo 56 de la CE, relativo a la libre circulación de capitales, en particular, las inversiones directas, esto es, cualquier tipo de inversión efectuada por personas físicas o jurídicas y que sirva para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el proveedor de fondos y la sociedad a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica. Este objetivo presupone que las acciones que posee el accionista le ofrecen la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad (véase la sentencia Comisión/Alemania, antes citada, apartado 18 y jurisprudencia citada).*

36 *Una normativa nacional que no debe aplicarse únicamente a las participaciones que permitan ejercer una influencia efectiva en las decisiones de una sociedad y determinar las actividades de ésta, pero que se aplica independientemente de la magnitud de la participación que posea el accionista en una sociedad, puede estar comprendida tanto en el ámbito de aplicación del artículo 43 de la CE como del artículo 56 de la CE (véase, en este sentido, la sentencia Holböck, antes citada, apartados 23 y 24). En contra de cuanto sostiene la República Italiana, la sentencia Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, antes citada, no permite concluir que en ese caso sólo sería pertinente el artículo 43 de la CE. En efecto, como se desprende de su apartado 32, esa sentencia se refiere únicamente a una situación en la que una sociedad posea participaciones que le confieran el control de otras sociedades (véase la sentencia de 17 de julio de 2008, Comisión/España, C-207/07, apartado 36).*

37 *En el presente asunto, procede distinguir según los criterios se apliquen a los derechos de oposición del Estado a la adquisición de participaciones y a la conclusión de pactos de accionistas que representen un determinado porcentaje de los derechos de voto, o a la facultad de imponer un veto a determinadas decisiones de la sociedad.*

38 *En lo que atañe, en primer lugar, a los derechos de oposición, contemplados en el artículo 2, apartado 1, letras a) y b), del Decreto-ley núm. 332/1994, de los autos se desprende que el porcentaje de al menos un 5% de los derechos de voto o, en su caso, el porcentaje inferior fijado por el ministro competente debe permitir a los interesados participar de manera efectiva en la gestión de una sociedad afectada, supuesto comprendido en el ámbito de aplicación de las disposiciones del artículo 56 de la CE. Sin embargo, no cabe excluir que, en el caso de sociedades en las que el accionariado está, en general, muy disperso, los titulares de participaciones que correspondan a esos porcentajes tengan la facultad de ejercer*

una influencia efectiva sobre la gestión de dicha sociedad y de determinar sus actividades, supuesto comprendido en el ámbito de las disposiciones del artículo 43 de la CE, como sostiene la República Italiana. Asimismo, dado que el Decreto-ley núm. 332/1994 establece un porcentaje mínimo, esta normativa también ha de aplicarse a las participaciones que superan ese porcentaje y confieren un poder de control manifiesto. Por consiguiente, procede examinar los criterios que se refieren al ejercicio de esos derechos de oposición a la luz de ambas disposiciones del Tratado.

39 En lo que respecta, en segundo lugar, al derecho de veto contemplado en el artículo 2, apartado 1, letra c), del Decreto-ley núm. 332/1994, ha de señalarse que ese derecho se refiere a decisiones relativas a la gestión de la sociedad y, por lo tanto, sólo afecta a los accionistas que pueden ejercer una influencia efectiva sobre las sociedades de que se trata, de modo que los criterios para el ejercicio de ese derecho deben examinarse a la luz del artículo 43 de la CE. Por lo demás, aun suponiendo que dichos criterios tengan efectos restrictivos sobre la libre circulación de capitales, éstos serían la consecuencia ineluctable de un eventual obstáculo a la libertad de establecimiento y no estaría justificado que se examinaran autónomamente a la luz del artículo 56 de la CE (véase la sentencia Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, antes citada, apartado 33). Por consiguiente, el examen de los criterios relativos al ejercicio del derecho de veto debe efectuarse únicamente con arreglo al artículo 43 de la CE.

Sobre los criterios enunciados en el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004, en la medida en que se refieren al ejercicio de los derechos de oposición

— Sobre el incumplimiento de las obligaciones derivadas del artículo 56 de la CE

40 Recuérdese, con carácter preliminar, que los criterios aquí examinados determinan las circunstancias en las pueden ejercerse los derechos del Estado de oponerse a la adquisición de determinadas participaciones o a la celebración de determinados pactos de accionistas en las sociedades de que se trata. De la jurisprudencia del Tribunal de Justicia se desprende que el recurso a esos poderes puede ser contrario a la libre circulación de capitales garantizada por el artículo 56 de la CE (véanse, en particular, las sentencias de 13 de mayo de 2003, Comisión/Reino Unido, C-98/01, Rec. p. I-4641, apartado 50, y de 17 de julio de 2008, Comisión/España, antes citada, apartado 58). El extremo controvertido en el presente asunto es determinar si los mencionados criterios establecen condiciones que permiten justificar el ejercicio de esos derechos.

41 A este respecto procede recordar que la libre circulación de capitales puede verse limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 58 de la CE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones comunitarias de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses (véase la sentencia Comisión/Alemania, antes citada, apartado 72 y jurisprudencia citada).

42 A falta de esta armonización comunitaria, corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel. Ahora bien, sólo pueden hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo (véase la sentencia Comisión/Alemania, antes citada, apartado 73 y jurisprudencia citada).

43 Por otra parte, el principio de proporcionalidad es aplicable incluso en los ámbitos que han sido objeto de una armonización, en los casos en que el legislador comunitario haya dejado a los Estados miembros un margen de apreciación.

44 En el presente asunto, los puntos de vista de la República Italiana y de la Comisión divergen sobre la cuestión de si los criterios aplicables al ejercicio de los derechos de oposición a la adquisición de participaciones o a la conclusión de pactos de accionistas que representen al menos un 5% de los derechos de voto, incluso un porcentaje inferior en determinados casos, son tales que dicho ejercicio es proporcionado en rela-

ción con los objetivos perseguidos y, por consiguiente, es compatible con la libertad garantizada por el artículo 56 de la CE.

45 A este respecto procede señalar que los criterios controvertidos se refieren a intereses generales relativos, en particular, al aprovisionamiento mínimo de recursos energéticos y de bienes esenciales para la colectividad, la continuidad del servicio público, la seguridad de las instalaciones utilizadas en el marco de servicios públicos esenciales, la defensa nacional, la protección del orden público y de la seguridad y las urgencias sanitarias. Siempre que se respete el principio de proporcionalidad, la persecución de esos intereses puede justificar determinadas restricciones al ejercicio de las libertades fundamentales (véase, en particular, la sentencia de 14 de febrero de 2008, Comisión/España, C-274/06, apartado 38).

46 Sin embargo, como se ha recordado en los apartados 42 y 43 de la presente sentencia, el respeto del principio de proporcionalidad exige, en primer lugar, que las medidas adoptadas sean adecuadas para alcanzar los objetivos perseguidos.

47 En la medida en que los criterios controvertidos se refieren al ejercicio de los derechos de oposición, su aplicación no es adecuada para alcanzar los objetivos perseguidos en el presente asunto, debido a la ausencia de un vínculo entre los mencionados criterios y derechos.

48 En efecto, el Tribunal de Justicia ha declarado anteriormente que, en principio, no puede considerarse que la mera adquisición de una participación que se eleve a más de un 10% del capital social de una sociedad que opere en el sector de la energía o cualquier otra adquisición que confiera una influencia significativa sobre dicha sociedad constituya, por sí misma, una amenaza real y suficientemente grave para la seguridad del aprovisionamiento (véase la sentencia de 17 de julio de 2008, Comisión/España, antes citada, apartados 38 y 51).

49 En sus escritos, la República Italiana no aporta ninguna prueba ni tan siquiera un indicio de que la aplicación de los criterios controvertidos para el ejercicio de los derechos de oposición permita alcanzar los objetivos perseguidos. Es cierto que el mencionado Estado miembro citó algunos ejemplos en la vista. Así, expuso la eventualidad de que un operador extranjero vinculado a una organización terrorista tratara de adquirir participaciones importantes en sociedades nacionales en un ámbito estratégico. También mencionó la posibilidad de que una sociedad extranjera que controle redes internacionales de transmisión de energía y que hubiera utilizado esa posición en el pasado para causar graves dificultades de aprovisionamiento a los países limítrofes adquiera acciones de una sociedad nacional. Según ese Estado miembro, la existencia de precedentes de esa naturaleza podría justificar una oposición a que esos inversores adquieran participaciones significativas en las sociedades nacionales de que se trate.

50 Sin embargo, procede señalar que en el Decreto de 2004 no figura ninguna consideración de este tipo, pues en él no se menciona ninguna circunstancia específica y objetiva.

51 El Tribunal de Justicia ha declarado anteriormente que los poderes de intervención de un Estado miembro como los derechos de oposición cuyas condiciones de ejercicio determinan los criterios controvertidos, que no se hallan sujetos a ninguna condición, a excepción de una referencia a la protección de los intereses nacionales formulada de manera general y sin que se precisen las circunstancias específicas y objetivas en las que deben ejercerse esos derechos, constituyen una grave vulneración de la libre circulación de capitales (véase, en este sentido, la sentencia de 4 de junio de 2002, Comisión/Francia, C-483/99, Rec. p. I-4781, apartados 50 y 51).

52 Esas consideraciones son aplicables en el presente asunto. En efecto, aunque los criterios en cuestión se refieren a diferentes tipos de intereses generales, éstos están formulados de manera general e imprecisa. Además, la ausencia de un vínculo entre esos criterios y los derechos especiales a los que se refieren aumenta la incertidumbre que rodea a las circunstancias en las que pueden ejercerse esos derechos especiales y confiere un carácter discrecional a tales derechos, habida cuenta del margen de apreciación del que disponen las autoridades nacionales para ejercerlos. Dicho margen de apreciación es desproporcionado en relación con los objetivos perseguidos.

53 Por otra parte, el mero hecho de que el artículo 1, apartado 1, del Decreto de 2004 establezca que los derechos especiales deben ejercerse únicamente de conformidad

con el Derecho comunitario no significa que el ejercicio de esos criterios sea compatible con éste. En efecto, el carácter general y abstracto de los criterios no garantiza con seguridad que el ejercicio de los derechos especiales vaya a efectuarse conforme a las exigencias del Derecho comunitario (véase, en este sentido, la sentencia de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, C-463/00, Rec. p. I-4581, apartados 63 y 64).

54 Por último, si bien con arreglo al artículo 2, apartado 1, letras a) a c), del Decreto-ley núm. 332/1994, el ejercicio de los derechos especiales puede someterse al control del juez nacional, lo que es necesario para la protección de las personas en lo que respecta a la aplicación de las normas sobre libre circulación de capitales, esta circunstancia no basta por sí misma, sin embargo, para solucionar la incompatibilidad de esas normas con los criterios de aplicación de los derechos especiales.

55 Por consiguiente, procede declarar que la República Italiana ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud del artículo 56 de la CE al adoptar las disposiciones del artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004, en la medida en que esas disposiciones se aplican a los derechos especiales previstos en el artículo 2, apartado 1, letras a) y b) del Decreto-ley núm. 332/1994.

— Sobre el incumplimiento de las obligaciones derivadas del artículo 43 de la CE

56 En la medida en que el ejercicio de los derechos de oposición se refiere también a las participaciones que confieren a sus titulares la facultad de ejercer una influencia efectiva sobre la gestión de las sociedades de que se trate y de determinar sus actividades y, por lo tanto, puede restringir la libertad de establecimiento, por los mismos motivos expuestos anteriormente en el marco del examen de la compatibilidad de los criterios establecidos en el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004 con el artículo 56 de la CE, procede considerar que dichos criterios confieren a las autoridades italianas un margen de apreciación desproporcionado en el ejercicio de los derechos de oposición.

57 Por consiguiente, procede señalar que la República Italiana ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud del artículo 43 de la CE al adoptar las disposiciones del artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004, en la medida en que las mencionadas disposiciones se aplican a los derechos especiales previstos en el artículo 2, apartado 1, letras a) y b) del Decreto-ley núm. 332/1994.

Sobre los criterios establecidos en el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004 en la medida en que se refieren al ejercicio del poder de veto

58 Como se ha mencionado en el apartado 39 de la presente sentencia, la aplicación de los criterios del artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004 al derecho de veto frente a determinadas decisiones debe examinarse exclusivamente a la luz del artículo 43 de la CE.

59 La Comisión estima que, en la medida en que son aplicables al mencionado derecho de veto, esos criterios son desproporcionados en relación con el objetivo perseguido y, por consiguiente, contrarios al artículo 43 de la CE. La República Italiana refuta ese análisis.

60 En lo que respecta a las sociedades de que se trata, procede señalar que las decisiones relativas a su disolución, al traspaso de la empresa, a la fusión, a la escisión, a la transferencia de la sede social al extranjero, a la modificación del objeto social y a las modificaciones de los estatutos que supriman o alteren los derechos especiales se refieren a aspectos importantes de la gestión de dichas sociedades.

61 Es posible que esas decisiones, que pueden referirse a la propia esencia de las mencionadas sociedades, afecten en particular a la continuidad del servicio público o al mantenimiento del aprovisionamiento nacional mínimo de bienes esenciales para la colectividad, que constituyen intereses generales contemplados en el Decreto de 2004.

62 Por lo tanto, existe un vínculo ente el derecho especial de veto y los criterios fijados en el Decreto de 2004.

63 Sin embargo, las circunstancias en las que puede ejercerse ese derecho son imprecisas.

64 En relación con un derecho a oponerse a determinadas decisiones de enajenación o de pignoración de los activos de sociedades que operaban en el ámbito petrolero, el Tribunal de Justicia declaró que, dado que el ejercicio de ese derecho no estaba sometido a ninguna condición que limitara el poder

discrecional del ministro sobre el control de la identidad de los titulares de los activos de esas sociedades, el régimen en cuestión iba más allá de lo que resultaba necesario para alcanzar el objetivo invocado, a saber, prevenir cualquier deterioro del abastecimiento mínimo de productos petrolíferos en caso de amenaza real. El Tribunal de Justicia añadió que, dada la ausencia de criterios objetivos y precisos en la estructura de dicho régimen, la normativa controvertida era desproporcionada en relación con el objetivo indicado (véase la sentencia Comisión/Francia, antes citada, apartados 52 y 53).

65 Procede comprobar si en el presente asunto cabe aplicar consideraciones similares.

66 El Decreto de 2004 no contiene precisiones sobre las circunstancias en las que pueden aplicarse los criterios para el ejercicio del derecho de veto previsto en el artículo 2, apartado 1, letra c), del Decreto-ley núm. 332/1994. Aunque, conforme al artículo 1, apartado 2, de dicho Decreto, ese derecho sólo puede ejercerse en situaciones de peligro grave y real o de urgencias sanitarias, y siempre que se respeten los requisitos contemplados en el artículo 1, apartado 1, de ese mismo texto, a saber, concretamente por razones de orden público, de seguridad pública, de salud pública y de defensa, dado que no se precisan las circunstancias concretas que permiten ejercer el derecho en cuestión, los inversores no saben cuándo puede aplicarse ese derecho de veto. Por consiguiente, como sostiene la Comisión, procede considerar que las situaciones que permiten ejercer el derecho de veto son potencialmente numerosas, indeterminadas e indeterminables, y que dejan un amplio poder de apreciación a las autoridades italianas.

67 Sin embargo, la República Italiana alega que el principio de subsidiariedad es aplicable en los ámbitos estratégicos de que se trata y que los Estados miembros deben conservar un amplio poder de apreciación, ya que son quienes se encuentran en una mejor posición para tratar situaciones de urgencia que afecten a los intereses vitales del Estado. Sostiene que las directivas introducidas en los ámbitos regulados, como el de la energía, únicamente contienen normas mínimas relativas al respeto de las exigencias de servicio público.

68 A este respecto, como se ha señalado en el apartado 43 de la presente sentencia, aun cuando esas directivas dejan un margen de apreciación a los Estados miembros, en particular para adoptar medidas en caso de urgencia, las disposiciones que adopten deben respetar los límites trazados por el Tratado y, en particular, el principio de proporcionalidad.

69 En lo que respecta a entidades que operan en los sectores del petróleo, las telecomunicaciones y la electricidad, el Tribunal de Justicia ha admitido, en particular, que el objetivo de garantizar, en caso de crisis, la seguridad del abastecimiento de tales productos o la prestación de tales servicios en el territorio del Estado miembro en cuestión puede constituir una razón de seguridad pública y, por lo tanto, puede justificar un obstáculo a una libertad fundamental (véase la sentencia de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, antes citada, apartado 71).

70 No obstante, el Tribunal de Justicia también ha declarado que, si bien, esencialmente, los Estados miembros gozan de libertad para definir, con arreglo a sus necesidades nacionales, las exigencias de orden público y de seguridad pública, dado que tales exigencias constituyen excepciones a una libertad fundamental, deben interpretarse en sentido estricto, de manera que su alcance no puede ser determinado unilateralmente por cada Estado miembro sin control de las instituciones de la Comunidad Europea. Así pues, el orden público y la seguridad pública sólo pueden invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad (véanse, en particular, las sentencias de 9 de marzo de 2000, Comisión/Bélgica, C-355/98, Rec. p. I-1221, apartado 28; de 14 de marzo de 2000, Église de scientologie, C-54/99, Rec. p. I-1335, apartado 17, y de 17 de julio de 2008, Comisión/España, antes citada, apartado 47).

71 El Tribunal de Justicia aplicó dicho análisis a un régimen de oposición que estaba en vigor en Bélgica en el ámbito de la energía, relativo a determinadas decisiones sobre los activos estratégicos de sociedades nacionales, en particular sobre redes de energía, así como a decisiones de gestión específicas sobre esas sociedades, según el cual las intervenciones del Estado sólo podían tener lu-

gar si se cuestionaban los objetivos de la política energética. El Tribunal de Justicia consideró que ese régimen se basaba en criterios objetivos y controlables por los órganos jurisdiccionales y que la Comisión no había demostrado que hubieran podido adoptarse medidas menos restrictivas para conseguir el objetivo perseguido (véase la sentencia de 4 de junio de 2002, Comisión/Bélgica, C-503/99, Rec. p. I-4809, apartados 50 a 53).

72 Sin embargo, como se ha destacado en el apartado 66 de la presente sentencia, en el caso de autos el Decreto de 2004 no contiene precisiones sobre las circunstancias concretas en las que puede ejercerse el derecho de veto, de modo que los criterios que establece no se apoyan en requisitos objetivos y controlables.

73 Como se ha recordado en los apartados 53 y 54 de la presente sentencia, la afirmación de que el derecho de veto sólo puede ejercerse de conformidad con el Derecho comunitario y el hecho de que su ejercicio pueda someterse al control del juez nacional no hacen que el Decreto de 2004 sea compatible con el Derecho comunitario.

74 Por consiguiente, procede señalar que la República Italiana ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud del artículo 43 de la CE al adoptar las disposiciones que figuran en el artículo 1, apartado 2, del Decreto de 2004, en la medida en que dichas disposiciones se aplican al derecho especial previsto en el artículo 2, apartado 1, letra c), del Decreto-ley núm. 332/1994.

Costas

75 En virtud del artículo 69, apartado 2, del Reglamento de Procedimiento, la parte que pierda el proceso será condenada en costas, si así lo hubiera solicitado la otra parte. Por haber solicitado la Comisión que se condene en costas a la República Italiana y haber sido desestimados los motivos formulados por ésta, procede condenarla en costas.

En virtud de todo lo expuesto, el Tribunal de Justicia (Sala Tercera) decide:

1) Declarar que, al adoptar las disposiciones del artículo 1, apartado 2, del Decreto del Presidente del Consejo de Ministros por el que se fijan los criterios para el ejercicio de los derechos especiales previstos en el artículo 2 del Decreto-ley núm. 332, de 31 de mayo de 1994, convalidado con modificaciones mediante la Ley núm. 474, de 30 de julio de 1994 (decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474), de 10 de junio de 2004), la República Italiana ha incumplido las obligaciones que le incumben:

— en virtud de los artículos 43 de la CE y 53 de la CE, en la medida en que las mencionadas disposiciones se aplican a los derechos especiales previstos en el artículo 2, apartado 1, letras a) y b), de dicho Decreto-ley, en su versión modificada por la Ley núm. 350, relativa a las disposiciones para la elaboración del presupuesto anual y plurianual del Estado (Ley de presupuestos para 2004) [legge n. 350, disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004)], de 24 de diciembre de 2003, y

— en virtud del artículo 43 de la CE, en la medida en que dichas disposiciones se aplican al derecho especial previsto en el mencionado artículo 2, apartado 1, letra c).

2) Condenar en costas a la República Italiana.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. DELIMITACIÓN Y DEFINICIÓN DE LOS "DERECHOS ESPECIALES" DEL ESTADO EN GRANDES EMPRESAS PRIVATIZADAS (SOCIEDADES COTIZADAS) QUE GESTIONAN SECTORES ECONÓMICOS O MATERIAS DE INTERÉS GENERAL (3).

1. La vinculación de los "derechos especiales" del Estado al desarrollo de los procesos privatizadores.
2. Noción de "derechos especiales" del Estado en empresas privatizadas.

III. LOS "DERECHOS ESPECIALES" ESTATALES EN LA EMPRESA PRIVATIZADA FRENTE A LA LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y A LA LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALES.

1. Consideraciones en torno a la libertad de establecimiento y a la libre circulación de capitales.
2. El supuesto de hecho y los términos en que se planteó la infracción, por los "derechos especiales" del Estado *a quo*, de la libertad de establecimiento y de la libre circulación de capitales.

IV. JUICIO CRÍTICO A LA DOCTRINA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA SOBRE LA APLICACIÓN DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN EL EJERCICIO DE LOS "DERECHOS ESPECIALES" DEL ESTADO EN GRANDES EMPRESAS PRIVATIZADAS (SOCIEDADES COTIZADAS) QUE OPERAN EN SECTORES ESTRATÉGICOS O DE SERVICIO PÚBLICO.
V. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

Sintéticamente puede afirmarse que la oportunidad de la sentencia objeto de atención y del presente comentario reside en que "los Gobiernos olvidan con frecuencia el efecto corrector del derecho comunitario, que deja sin valor los privilegios exorbitantes, cuidadosamente blindados, con los que quieren dotarse, situándose por encima del común de los accionistas. Sin duda les mueven las mejores intenciones, escudadas en la idea del interés general, pero tal voluntad no legitima ningún desmarque de la disciplina que imponen las normas del Tratado de la CE" (4).

Se afirma que el supuesto de hecho, objeto de consideración en la sentencia que se comenta, "se inscribe en la línea de asuntos sobre las denominadas 'acciones de

(3) En el asunto objeto de atención por la sentencia que se comenta se trataba sobre la introducción de una cláusula relativa al ejercicio de derechos especiales, en particular, en los estatutos de las sociedades italianas ENI, Telecom Italia, Enel y Fimeccanica.

(4) Afirmación del Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, contenida en la conclusión 2, apartado I (Introducción), de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07 objeto de atención en el presente comentario.

oro'" [5]. Tema sobre el que ya existe una abundante jurisprudencia comunitaria, y sobre la que ya hemos discurrido anteriormente [6]. No obstante lo cual, legitiman el presente comentario tanto una razonable discrepancia respecto de semejante afirmación como la amplitud, si no la indefinición, cuando se pretende semejante laxitud de aquella materia.

Se añade a todo ello que los "derechos especiales" se muestran como vehículos apropiados a tentaciones proteccionistas, avivadas por la crisis global [7] en que la economía mundial se encuentra inmersa [8] con consecuencias dramáticas asociadas a la recesión generalizada [9] (especialmente grave [10] e incluso deflación para algunas economías nacionales [11]).

---

[5] Conclusión 3 del Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, contenida en el apartado I (Introducción) de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07 objeto de atención en el presente comentario.

[6] "La acción de oro ('Golden share')". (Comentario a la STJCE de 28 de septiembre de 2006. Asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04), en esta misma *Revista* núm. 110, abril-junio de 2008, pp. 199 y ss.

[7] Según BAREA, J.: "La sanidad en un entorno competitivo", *La Razón*, miércoles, 25 de abril de 2007, p. 32, "en un mundo globalizado como el que ya estamos viviendo, las barreras comerciales que todavía subsisten irán desapareciendo. Siete grandes áreas económicas quedarán en el futuro: Estados Unidos de América, Unión Europea, China, Japón, India y Rusia y América del Sur. La competencia será muy fuerte". Los cambios determinados por la "globalización" son de tal magnitud que mediante el Reglamento (CE) núm. 1927/2006, de 20 de diciembre, se ha creado un Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización; sobre la globalización FRIEDMAN, T.: *La tierra es plana*, MR. EDICIONES, Madrid, 2006.

[8] En el punto 2 del documento final de la reunión del G-20, celebrada en Londres el 2 de abril de 2009, se afirma lo siguiente: "Nos encontramos ante el mayor reto para la economía mundial de la era contemporánea: una crisis que se ha agravado desde que nos reunimos por última vez, que afecta a la vida de las mujeres, hombres y niños de todos los países y todos los países deben aunar esfuerzos para resolverla. Una crisis global exige una solución global".

[9] "El director gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI) (...) no se mostró ayer nada esperanzado sobre el futuro a corto plazo de la economía mundial. En línea con las previsiones presentadas durante la jornada anterior, el capitán del organismo internacional dejó claro que el final de la crisis está lejos, y advirtió que quedan 'largos meses' de dificultades económicas", indica HARO J.L. DE, "Strauss Kahn ahora ve que la crisis 'está lejos de llegar a su finalización'", *El Economista* del 24 de abril de 2009, p. 41.

[10] "Crisis en 'L'(...) España caerá un 4,4% y se estancará en un 1% hasta 2016, generará 2 millones de desempleados entre este año y el próximo y puede llegar al 22,5% de paro. El perfil es de una depresión que no ha tocado fondo y a la que seguirán 5 años de estancamiento", según el último informe de Freemarket International Consulting, comentado por Acosta, I., en *El Economista* del 28 de abril de 2009, p. 43. "El BBVA dispara al 3,5% la caída de la economía en 2009. Las previsiones revisadas de la entidad financiera son aún más pesimistas que las del Banco de España, la CE o el FMI", se indica en *El economista* del 18 de mayo de 2009, p. 30.

[11] "La deflación ha llegado. Al menos, en lo que respecta al sector de los productos de gran consumo (...). A nivel general, AC Nielsen asegura que es pronto para predecir si habrá o no deflación generalizada en la economía, algo cada vez más probable, según todos los indicadores", indica ROMERA J., "AC Nielsen avisa de una deflación generalizada en productos de gran consumo durante un año", *El Economista* del 24 de abril de 2009, p. 30; "Rajoy dice que 'vamos hacia el abismo' y el FMI lo confirma", constituye la portada el diario *El Mundo* del 23 de abril de 2009; PARDO, P.: "El Fondo Internacional deja a España al borde del abismo", publicado en el mismo diario, p. 36, indica "más problemas para los bancos, un desempleo que prácticamente se duplicará, un significativo riesgo de

La crisis económica global, con su secuela de nuevas legislaciones proteccionistas ("La OMC denuncia una "pandemia" de proteccionismo en el comercio mundial" (12)), constituye el referente ineludible en el que debe enmarcarse el presente comentario. Debiendo partirse, por una parte, de que "el proteccionismo comercial y el nacionalismo son las dos caras de la misma moneda, fea ella" (13) y, por otra parte, de que "las causas de la crisis son complejas y la culpabilidad muy compartida (de que) lo lamentable es que hubiese podido ser evitada (y de que) por desgracia sus efectos colaterales se van a notar por años e impactarán en el modelo de capitalismo dominante" (14).

Precisamente, para evitar ese enrocamiento de las economías nacionales en áureas proteccionistas con su secuela del establecimiento de "derechos especiales" estatales, en el documento final de la reunión de Londres del G-20, celebrada el 2 de abril de 2009, se conviene expresamente en "rechazar el proteccionismo" (punto 4, primer apartado, *in fine*), afirmándose (apartado 22) que "el crecimiento del comercio mundial ha sostenido una prosperidad cada vez mayor durante medio siglo. El descenso de la demanda se ve agravado por el aumento de las presiones proteccionistas y por el retroceso del crédito al comercio. Reafirmar el comercio y la inversión mundiales es esencial para restablecer el crecimiento global. No repetiremos los errores históricos del proteccionismo".

Para el logro de semejante finalidad, se reafirma aquella declaración internacional en "el compromiso asumido en Washington: abstenernos de levantar nuevas barreras a la inversión o al comercio de bienes y servicios, de imponer nuevas restricciones, o de aplicar medidas incompatibles con la Organización Mundial del Comercio (...). Además rectificaremos sin demora cualquiera de dichas medidas". Compromiso cuya efectiva puesta en práctica se aplaza, no obstante, "hasta finales de 2010", lo que augura una cierta permanencia a los "derechos especiales" estatales ya establecidos, cuando no la aparición de otros nuevos.

Añadiéndose, no obstante, en la misma declaración lo siguiente: "minimizaremos cualquier impacto negativo para el comercio y la inversión de nuestras acciones de política interior", y específicamente:

"No nos refugiaremos en el proteccionismo financiero ni, sobre todo, en medidas que limiten el movimiento de capitales".

---

deflación y crecientes dificultades para financiarse en el exterior. Ése es el programa que el Fondo Monetario Internacional (FMI) trazó ayer para la economía española"; "Las cajas piden un plan ante el riesgo de 'catástrofe' del sistema financiero", es la portada del diario *ABC* del 23 de abril de 2009.

(12) Precisa TRIPER, J.M., en *El Economista* del 18 de mayo de 2009, p. 29, que encabeza con la afirmación de que "la crisis resucita las barreras EE.UU., la Unión Europea y 19 países endurecen las fronteras".

(13) DONGES, Juergen B.: "Declaraciones librecambistas, instintos proteccionistas", *El Economista,* del 18 de abril de 2009, p. 4.

(14) ROYO, S.: "Las razones de esta situación económica", *Cinco Días* del 18 y 19 de abril de 2009, p. 7.

Se tomarán "al mismo tiempo, todas las medidas (...) para fomentar y facilitar el comercio y la inversión", precisa aquella declaración internacional. Por ello, se dice que, al parecer, "los líderes políticos han tomado nota de los gravísimos errores en materia de política comercial que se cometieron en el contexto de la gran depresión de los años treinta del siglo pasado" (15). Sin embargo, los hechos desmienten semejante apreciación.

Lamentablemente parece que los Gobiernos nacionales han hecho caso omiso de aquella traumática experiencia, pues no obstante los compromisos internacionales asumidos y anteriormente aludidos, los Estados no cesan de adoptar medidas que abocan a una "espiral proteccionista", desmedida y de dimensión planetaria (16), constituyendo el recurso al establecimiento de "derechos especiales" estatales en las empresas, otrora públicas y después (por exigencias del sistema de economía de mercado, impuesto, en Europa, por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea) privatizadas, uno de los instrumentos (junto con las "acciones de oro") sistemáticamente empleados a tal fin.

II. DELIMITACIÓN Y DEFINICIÓN DE LOS "DERECHOS ESPECIALES" DEL ESTADO EN GRANDES EMPRESAS PRIVATIZADAS (SOCIEDADES COTIZADAS) QUE GESTIONAN SECTORES ECONÓMICOS O MATERIAS DE INTERÉS GENERAL

Los "derechos especiales" que pueda ostentar y ejercer un Estado en las empresas privatizadas, en cuanto éstas asuman la forma de sociedades mercantiles y aquéllos afecten a su estructura, pueden coincidir, y de hecho coinciden, temáticamente, con las denominadas "acciones de oro", específicamente en lo que suponen de adoptar medidas de proteccionismo económico.

Efectivamente, tanto los referidos "derechos especiales" como las "acciones de oro" se cualifican por la utilización de mecanismos, cualquiera que sea la forma en que

---

(15) DONGES, Juergen B.: "Declaraciones librecambistas, instintos proteccionistas", *El Economista* del 18 de abril de 2009, p. 4.

(16) "Muchos de los Estados miembros de la Organización Mundial del Comercio (OMC) 'están sometidos a fuertes presiones para adoptar medidas proteccionistas'. Al comienzo de este año parecía que la mayoría 'habían resistido con éxito estas presiones'. Pero, desde entonces 'se ha producido un deterioro significativo de la situación. Ha habido aumentos de los aranceles, se han adoptado nuevas medidas no arancelarias y se ha recurrido más a la aplicación de medidas de defensa comercial tales como las medidas antidumping'. Son palabras de Pascual Lamy, el director general de la OMC, recogidas en el informe encargado a la organización internacional en la cumbre del G-20 sobre el impacto de la crisis económica en las políticas comerciales. Un informe emitido a los Estados miembros, que no tiene efectos jurídicos, pero en el que se detallan las restricciones y barreras comerciales impuestas por la Unión Europea, Estados Unidos y otros 19 países: Argentina, Brasil, Canadá, China, Corea, Ecuador, Rusia, Filipinas, India, Indonesia, Japón, Kazajstán, Malasia, México, Nueva Zelanda, Paraguay, Turquía, Ucrania y Vietnam", indica TRIPER, J.M., en *El Economista* del 18 de mayo de 2009, p. 20.

se denominen, dotados de una específica operatividad que eventualmente afectan a la estructura operativa y decisoria de las grandes empresas (sociedades cotizadas) privatizadas. Unos y otras se caracterizan, fundamentalmente, bien sea por abocar a la exigencia de "autorización administrativa, previa o posterior, para que se puedan efectuar determinadas modificaciones en la composición del capital social de la empresa privatizada, con el fin de controlar esa estructura accionarial y la sociedad" (17), bien por conducir a la exigencia de "autorización administrativa, previa o posterior, para que se puedan llevar a cabo ciertas decisiones de gestión de la empresa, tales como el cambio de objeto social, escisión, disolución, transmisión de determinados activos, etc." (18).

Las "acciones de oro" pueden conllevar la "atribución al Estado de derechos políticos especiales o exorbitantes (...) como socio, cuando continúa participando en el capital de la sociedad. Se puede, por ejemplo atribuir a la Administración un derecho a nombrar algún miembro del órgano de administración, otorgar más derechos de voto de los que derivan de su participación, etc." (19), o bien el poder de instigar la "constitución o propiciación de 'núcleos estables' o 'núcleos duros'", "es decir de grupos de accionistas generalmente nacionales —inversores elegidos *intuitu personae*—, a quienes se reservan paquetes accionariales que garantizan el control de la sociedad y que se comprometen a no ceder la participación antes de cierto tiempo y, simultáneamente, dan al gobierno garantías sobre la gestión de la sociedad" (20).

Por contra, los "derechos especiales" se manifiestan como prerrogativas especiales de los poderes públicos que "constituyen normativas de intervención pública en la actividad de determinadas empresas (privatizadas y respecto de las cuales el poder público se ha reservado un control directo o indirecto, cuando esas empresas actúen en el ámbito de los servicios esenciales o de interés general), para imponer objetivos de política económica (que) han de equipararse a formas de titularidad de las empresas, cuya configuración (en la Unión Europea) corresponde a los Estados miembros en virtud del artículo 295 de la CE" (21).

---

(17) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V.: "La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas", *RDBB*, núm. 97, enero-marzo de 2005, p. 108.

(18) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V.: *op. cit.* p. 108.

(19) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V.: *op. cit.* p. 108.

(20) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: "Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la 'doctrina' de la acción de oro", *RDM*, núm. 259, enero-marzo de 2006, p. 41.

(21) Indica el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la conclusión 41, de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07 objeto de atención en el presente comentario.

1. La vinculación de los "derechos especiales" del Estado al desarrollo de los procesos privatizadores

Tanto los "derechos especiales" como las "acciones de oro" surgen con ocasión de procesos privatizadores en sentido estricto (22), que procuran "la traslación desde el sector público al privado de la titularidad, total o parcial, de la gestión de la actividad o de la competencia para ejercerla, y que se traduce en el resultado de transferir la propiedad y de control de la actividad" (23), cuando al propio tiempo se estima necesario "compatibilizar una operación de transferencia de una empresa pública a la esfera privada con la debida protección de los intereses nacionales" (24).

Surgen al socaire de los procesos liberalizadores y desreguladores de los mercados que, referidos a empresas públicas o actividades empresariales determinadas (25), buscan concretos objetivos financieros y económicos (26), sobre la base ideológica de

---

(22) Según GARCÍA RUIZ, E.: *La nueva sociedad anónima pública*, MARCIAL PONS, Madrid-Barcelona, 2006, p. 80, aquella acepción debe distinguirse de otra "amplia que abarcaría toda actividad económica desarrollada por la Administración pública bajo el régimen de Derecho privado, responsabilizándose el Estado del suministro del bien público o servicio". Sobre las diversas técnicas de privatización *vid*., en esta misma obra, pp. 81-89.

(23) CRUZ FERRER, J.: *Principios de regulación económica en la Unión Europea,* INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, Madrid, 2002, p. 292, señala que se trata de "una técnica de privatización que se utiliza en aquellos supuestos en los que se estima necesario compatibilizar una operación de transferencias de una empresa pública a la esfera privada con la debida protección de los intereses nacionales".

(24) CRUZ FERRER, J., *op. cit.*, p. 292.

(25) GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, p. 79, indica que "las políticas de privatización como instrumentos del nuevo orden económico exigen distinguir y delimitar, de una parte, los conceptos de liberalización y desregulación de los mercados, y de otra, la privatización de la actividad empresarial pública bajo formas empresariales jurídico-privadas. No parece, por tanto, acertado considerar a la desregulación dentro de las técnicas de privatización, ya que aquélla tiene como finalidad liberalizar el mercado y se refiere a sectores económicos en general y no a una empresa pública o actividad empresarial determinada, que, en definitiva, es lo que se transfiere al sector privado mediante técnicas jurídico-mercantiles. Es decir, al sector privado no se transmiten sectores económicos, que es lo desregulado, lo que se transmite, son empresas o actividades de participación pública". Fenómeno cercano, pero que no se identifica con la privatización de la empresa pública, es el de los monopolios de carácter comercial, respecto de los cuales la necesidad de hacerlos compatibles con las libertades proclamadas en el Tratado de la CE también ha sido puesta de manifiesto por la jurisprudencia comunitaria, *vid*. STJCE de 31 de mayo de 2005, asunto C-438/02.

(26) En el contexto liberalizador de sectores económicos regulados administrativamente. Indica GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, p. 78, que "los procesos de privatización no son otra cosa que la búsqueda de un management eficiente para las mismas (empresas privatizadas) que cambie los esquemas organizativos y las estructuras de propiedad, a fin de mejorar la eficiencia en la gestión y en la producción, de reducir el déficit público y reforzar los mercados de valores promoviendo una participación accionarial más amplia. Definitivamente las empresas públicas dejan de ser instrumentos de las políticas de bienestar de los Estados, y se ven en términos puramente empresariales, bajo esquemas organizativos privados y por tanto mercantiles", si bien, apostilla, en p. 79, que "la tríada desregulación-liberalización-privatización que se ha materializado en la práctica de la política económica, no significa, en teoría, que se tenga

que "la mejor empresa pública es la que no existe" (27) y de su relativa incompatibilidad con el sistema de economía de mercado, que "suele castigar a las empresas que dependen de los gobiernos" (28).

Privatizaciones, "derechos especiales" y "acciones de oro" presuponen el predominio indiscutible del sistema de economía de mercado, cuando no del Estado-mercado (29) o del mercado-matrix (30) como derivaciones patológicas de éste. En todo caso se corresponden con la histórica importancia institucional del mercado (31) y la idea de que "el mercado ocupa ahora un espacio casi hegemónico en la vida personal, social, moral y política de nuestras sociedades" (32).

El origen mismo del Mercado Común Europeo, y de su consecuencia política consistente en la construcción de la Unión Europea, obedece a esa perspectiva (33). La

---

necesariamente que culminar con la transferencia al sector privado de empresas públicas como condicionante para alcanzar la libre competencia y la eficiencia de los mercados". Precisa, según BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 16, que "el objetivo más generalmente perseguido con la privatización (ha) sido el de la reducción de gastos originados por pérdidas de empresas públicas deficitarias, y la realización de ingresos para la Hacienda Pública, buscando obtener una liquidez inmediata mediante la venta de activos patrimoniales públicos".

(27) Afirmación del presidente de la CEOE, Díaz Ferrán, G., recogida en *Expansión*, jueves 7 de junio de 2007, p. 34.

(28) Manifestaciones de Abril, L., en el seminario "Otro mundo es posible: el Liberalismo", en los cursos de verano de la Universidad Complutense en el Escorial, según recoge *Expansión*, viernes 20 de julio de 2007.

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

(30) *Vid.*, NAPOLEONI, L. *op. cit.*, pp. 125-141.

(31) Indican MCNEILL, J.R. y MCNEILL, W.H.: *Las redes humanas. Una historia global del mundo,* CRÍTICA, Barcelona 2004, pp. 134-135, que "los monasterios budistas dotados de abundante riqueza se convirtieron en centros de difusión de las nuevas formas artísticas y religiosas, y, en medida no menor, del comportamiento del mercado. Después de todo, los monasterios eran empresas económicas además de religiosas. También en la antigua Sumer, la aparición de un culto apropiadamente espléndido requería artículos raros y preciosos, lo cual dio oportunidades nuevas a quienes se dedicaban al comercio con lugares lejanos".

(32) GARAY, J. de: *Filosofía del mercado*, PLAZA Y VALDÉS S.L., Madrid, 2008, pp. 12-13.

(33) Ciertamente "Europa es una realidad compleja, compuesta históricamente de elementos diversos: no resulta fácil ni la definición de Europa, ni la organización jurídico-política de la Unión

operatividad de ese mercado común supuso una "reordenación" del mercado europeo, en el que no ha sido uno de sus menores retos el proceso privatizador de las empresas públicas de los Estados miembros (34).

Consecuentemente "la instauración de un régimen dirigido a tutelar las condiciones concurrenciales (...) ha conducido a las instituciones comunitarias a estimular la privatización de las participaciones estatales en la economía" (35), lo que en absoluto se compadecía con la intensa intervención de las economías de algunos Estados miembros (36).

Las empresas públicas, en la mayoría de aquellas economías, se encargaban de la prestación de servicios públicos u operaban en sectores estratégicos, por lo que no obstante las necesarias y exigibles privatizaciones, se pretendió por la mayoría de los Gobiernos nacionales seguir manteniendo su control tras las pertinentes privatizacio-

---

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

(34) Así indica BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 29, que "el proceso de privatización ha sido favorecido por la aplicación de la normativa en materia de concurrencia y ayudas de Estado a la empresa pública, con la consiguiente falta de viabilidad económica de muchas empresas y, sobre todo, por la incompatibilidad de algunas disciplinas nacionales en materia de monopolios con el objetivo de la integración de los mercados". Proceso en el que puede considerarse un "elemento fundamental", bien entendido que "no debe existir discriminación injustificada entre empresas públicas y privadas a la hora de aplicar las normas sobre competencia", precisa la Directiva 2006/111/CE de la Comisión de 16 de noviembre, en su Considerando 4.

(35) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, pp. 24-25, que precisa en pp. 25-26, lo siguiente: "inicialmente la privatización no viene exigida por el Derecho comunitario, ya el artículo 295 del TCE declara la neutralidad del Tratado respecto del régimen de la propiedad, pública o privada, vigente en los Estados miembros y con ello respecto de la composición de los correspondientes sectores públicos nacionales, se acepta la economía mixta. Es decir, se deja imprejuzgada la elección del régimen de propiedad de los bienes y de los medios de producción que, consecuentemente, opera sin condicionamientos por parte del ordenamiento comunitario (...). De ello se deduce que en la Unión Europea los EEMM pueden ser y de hecho son empresarios, pero ya que tales participaciones pueden representar riesgos relevantes para el mantenimiento de las condiciones concurrenciales sobre el mercado, el Tratado sanciona la aplicación de la disciplina comunitaria antitrust tanto a las empresas privadas como a las empresas públicas, garantizando así una sustancial paridad de tratamiento a todos los operadores".

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

nes, al menos transitoriamente (37) (pero que amenaza con perpetuarse), mediante la creación a su favor de "derechos especiales" y "acciones de oro", sin transferirlo plenamente al libre funcionamiento del mercado, so capa de la prevalencia de supuestos y difusos intereses generales-nacionales (realmente de concretos grupos empresariales), que podrían verse amenazados, todo ello contrariando al mercado común europeo y a su regulación comunitaria (38), que ciertamente salvaba con ventaja y objetividad los reales y efectivos intereses generales.

Aquellas privatizaciones se han intensificado en los últimos tiempos, constituyendo una manifestación insólita de la historia reciente al haberse "aplicado de forma generalizada en todo el mundo en los últimos quince años, aunque las condiciones económicas, sociales y políticas de los países privatizadores no (fueran) comparables, ni por tanto, tampoco los motivos y objetivos que las (impulsaron)" (39).

A su universalización han contribuido decisivamente tanto la obsolescencia de concretas ideologías totalitarias, otrora de decisiva influencia mundial, como la crisis del "estado de bienestar" (40). Fenómenos centrados en la emergencia, de nuevo y con inusitada fuerza del valor de "libertad", que provocó semejante acontecimiento y,

---

(37) Según BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 39, respecto de la "acción de oro" indica lo siguiente que, *pari passu* y cambiando lo que debe ser cambiado, puede referirse a los "derechos especiales": "La intervención pública en que consiste la acción de oro pone de manifiesto (...) la naturaleza gradual de estos procesos, que exigen un tiempo de transición en ese paso del monopolio al mercado concurrencial. En efecto, estas prerrogativas (vinculadas a la "acción de oro") estatales afectan a empresas que, además de monopolistas —legales, naturales— operan en sectores económicos cruciales del país; las características de estas empresas, unidas a que implican intereses públicos —el de millones de consumidores ahora garantizados por la propiedad pública— explican que no sea indiferente el destino de la empresa privatizada, su estructura accionarial, o la calidad y extensión del servicio, lo que obliga a adoptar soluciones legales que concilien la propiedad privada con la tutela del interés general. Los poderes especiales tienen el fin limitado y específico de tutelar el interés general y evitar disfunciones del gobierno en el primer impacto societario privado, por lo que deben configurarse respetando los principios del ordenamiento interno y comunitario".

(38) Indica BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, pp. 29-30, que los condicionamientos impuestos por la normativa europea a la pervivencia de la empresa pública "desmienten la neutralidad de Tratado, al menos tal y como se concibió por los fundadores de la Comunidad".

(39) GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.* p. 75.

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

singularmente, conllevó al decaimiento del modelo económico (de economía centralizada o de plan rígido) asociado a semejantes tipos de pensamiento subyacentes y a la definitiva y global implantación del sistema de "economía de mercado" (41).

La existencia de "derechos especiales" presupone la empresa pública (incompatible con el sistema de economía de mercado) que, mediante la privatización, desemboca en una empresa privada. No obstante, semejante derivación, tal y como se ha producido, ha terminado por abocar a una paradoja. Efectivamente, "la distinción entre empresas públicas (42), y privadas, no puede reposar en la mera composición del accionariado, sino que depende de la posibilidad que tenga el Estado de imponer determinados objetivos de política económica, distintos de la búsqueda del máximo beneficio

(41) Indica GALBRAITH, J.K.: *La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo,* CRÍTICA, Barcelona, 2004, p. 14, lo siguiente: "Siempre he topado con un error popular. Lo que predomina en la vida real no es la realidad, sino la moda del momento y el interés pecuniario. La confusión es tan irresistible que (...), incluso ha afectado a la forma en que comúnmente se describe el sistema vigente. Cuando el capitalismo, el referente histórico, dejó de ser aceptable, el sistema fue rebautizado (como sistema de economía de mercado). El nuevo nombre resultó satisfactorio pero carecía de significado", y más adelante, pp. 17-21, que "el sistema económico común a los países económicamente avanzados del mundo y, con ciertos matices, a todos los demás (...) convierte en máximas autoridades económicas a quienes controlan las plantas y equipos industriales, la tierra y los recursos financieros más relevantes. Antes eran los propietarios quienes estaban al frente de sus compañías, pero hoy las empresas de cierta envergadura y dedicadas a actividades de elevados niveles de complejidad cuentan con una dirección profesional (...), son los directivos, y no los poseedores del capital, quienes detentan el verdadero poder en la empresa moderna". Sobre el sistema de economía de mercado, precisa, pp. 18-19, que "no hay duda alguna sobre qué fue lo que motivó el cambio. El capitalismo surgió en Europa en la época mercantil con la manufactura, compra, venta y transporte de bienes y prestación de servicios. Después aparecieron los industriales, dotados del poder y prestigio otorgados por la propiedad directa o indirecta, y los trabajadores, víctimas de su indudable debilidad negociadora. La opresión fue el resultado de la ausencia de alternativas al trabajo duro y con frecuencia penoso. Marx y Engels, en algunos de los textos más influyentes de la historia, plantearon las posibilidades y promesas (...). En Europa la palabra "capitalismo" afirmaba de modo demasiado estridente el poder de la propiedad y la magnitud de la opresión y sometimiento de los trabajadores; en este contexto la revolución no era algo imposible ni inverosímil. En Estados Unidos el término tenía connotaciones diferentes, pero igualmente negativas (...). A finales del siglo XIX, no eran sólo los trabajadores estadounidenses quienes albergaban una actitud hostil hacia el capitalismo, sino también el público en general, que se sentía en gran medida afectado por él (...). Lo que siguió fue una decidida búsqueda de un nombre alternativo que fuera satisfactorio (...). Fue así como se llegó finalmente a 'sistema de mercado', una designación más o menos culta que carecía de una historia adversa. De hecho una expresión que carecía por completo de historia". Terminando por afirmar, en p. 24, que "hablar de un sistema de mercado (...) carece de sentido; es una fórmula errónea, insípida, complaciente". "Estoy convencido de que el sistema de economía de mercado es, como cualquier otra organización humana, intrínsecamente defectuoso", afirma SOROS, G.: *La crisis del capitalismo global,* EDITORIAL DEBATE, Barcelona, 1999, p. 61.

(42) Que las privatizaciones son una corriente actual, sobre la que existe un llamativo interés general, se pone de manifiesto en noticias como la recogida, p. ej., en *Expansión* del jueves 28 de junio de 2007, p. 8. Indica GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.,* p. 62, que la empresa pública "se basa principalmente en la conjunción de los tres elementos principales", a saber "la diversificación de formulas organizativas utilizadas por las Administración, la prestación de bienes y servicios para el mercado y el control que ésta pueda ejercer sobre las mismas".

que caracteriza a la actividad privada" (43). Así nuestro ordenamiento ofrece un concepto de empresa pública coherente con aquella noción comunitaria, superadora de la caótica situación precedente (44), definiéndola como "cualquier empresa en la que los poderes públicos puedan ejercer, directa o indirectamente, una influencia dominante en razón de la propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen" (45). Consecuentemente, si la empresa pública se define fundamentalmente porque el Estado u otros poderes públicos pueden ejercer, directa o indirectamente, una "influencia dominante sobre la misma", por el sistema que fuera ("propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen"), y los "derechos especiales" posibilitan esa "influencia dominante", la empresa privatizada, en la que existan tales "derechos especiales", seguirá siendo una empresa pública y al propio tiempo empresa privada, en tanto que privatizada.

2. Noción de "derechos especiales" del Estado en empresas privatizadas

La expresión "derechos especiales" es polisémica y propensa a la confusión. Efectivamente, por una parte se puede aludir a "derechos especiales" como a una

---

(43) Conclusión 55 de las presentadas por el Abogado General, Sr. Ruiz-Jarabo Colomer, D., el 3 de julio de 2001, conjuntamente para los asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99.

(44) Un estudio completo puede verse en GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, pp. 30-74, especialmente p. 47.

(45) Artículo 2 de la Ley 4/2007, de 3 de abril, repitiendo la definición contenida en el artículo 2.b) de la Directiva 2006/111/ de la Comisión, de 16 de noviembre de 2006. Noción que es válida al tenor de aquella Ley, tanto en el ámbito de la Administración General del Estado como en el ámbito autonómico y local. "En especial", dice la Ley, "se considerarán empresas públicas las entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 166 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas", que según esta última norma son las siguientes: a) Las entidades públicas empresariales, a las que se refiere el capítulo III del título III de la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y funcionamiento de la Administración General del Estado; b) Las entidades de Derecho público vinculadas a la Administración General del Estado o a sus organismos públicos cuyos ingresos provengan, al menos en un 50%, de operaciones realizadas en el mercado; c) Las sociedades mercantiles estatales, entendiendo por tales aquellas en las que la participación, directa o indirecta, en el capital social de las entidades que, conforme a lo dispuesto en el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundo de la Ley General Presupuestaria, integran el sector público estatal, sea superior al 50%. Para la determinación de este porcentaje, se sumarán las participaciones correspondientes a las entidades integradas en el sector público estatal, en el caso de que en el capital social participen varias de ellas; d) Las sociedades mercantiles que, sin tener la naturaleza de sociedades mercantiles estatales, se encuentren en el supuesto previsto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, respecto de la Administración General del Estado o sus organismos públicos. Según la Directiva antes mencionada [artículo 2.b), segundo apartado] "se presumirá que hay influencia dominante cuando, en relación con una empresa, el Estado u otras administraciones territoriales, directa o indirectamente: i) posean la mayoría del capital suscrito de la empresa, o, ii) dispongan de la mayoría de los votos correspondientes a las participaciones emitidas por la empresa, o, iii) puedan designar a la mitad de los miembros del órgano de administración, de dirección o de vigilancia de la empresa". Por su parte, de la jurisprudencia comunitaria resulta que, cuando son varios los entes territoriales que controlan una empresa, este requisito puede considerarse satisfecho si dicha empresa realiza lo esencial de su actividad, no necesariamente con uno u otro de estos entes territoriales, sino con dichos entes territoriales considerados en conjunto, STJCE de 11 de mayo de 2006, Carbotermo y Consorzio Alisei, asunto C-340/04.

entidad diferente a "acciones de oro" pero, por otra parte, también puede afirmarse que las "acciones de oro" conllevan "derechos especiales".

El punto de diferenciación, en cuanto instituciones distintas, no puede situarse en el contenido mismo de los derechos especiales, extremo en el que abunda una general indiferenciación de poderes y facultades, sino en su origen, en la circunstancia de que "los derechos especiales no se atribuyen a los títulos en posesión de los entes públicos" (46). Esto es, la detentación por el Estado de "derechos especiales" estatales no requiere que aquél sea accionista, ni se vincula a esa condición ni se transmiten con las acciones que el Estado eventualmente pudiera poseer, aunque sí exige que mantenga algún tipo de relación o control directo o indirecto de la sociedad.

Efectivamente, se dice que la "acción de oro" consiste en una acción especial y privilegiada derivada de "transformar mediante una norma incluida en los estatutos —o establecida legal o reglamentariamente— una acción ordinaria de la sociedad que se privatiza en acción especial o *golden share*" (47). Aquella acción, que tras la privatización queda en manos del Gobierno, lleva aparejados unos privilegios (o especiales derechos) que hacen imprescindible el consentimiento de su titular para que la entidad pueda adoptar válidamente determinadas decisiones que se consideran relevantes para los intereses nacionales (48).

La idea que gobierna inicialmente la noción de "acción de oro" (*golden share*) no es otra que la de suponer una ruptura o desviación fundamental del principio "una acción-un voto" (49), y "la ruptura de uno de los principios fundamentales del derecho

---

(46) Afirmación del Abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la conclusión 44 de las presentadas mediante su escrito de fecha 13 de febrero de 2007, en el asunto C-112/05, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania (asunto "Ley Volkswagen").

(47) CRUZ FERRER, J.: *op. cit.*, p. 292.

(48) CRUZ FERRER, J.: *op. cit.*, p. 292.

(49) Por más que se trate de un principio que tenga su lugar natural en otros ámbitos de la economía financiera, resultando especialmente controvertido a raíz del Informe Winter, "Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe", de 4 de noviembre de 2002, especialmente capítulo III.1.a), p. 52. Sobre la ruptura de aquel principio por las acciones de oro *vid*. FERRARINI, G.: "'Una'azione-un voto': un principio europeo?", *RDS* año 51/2006, fascículo 1, p. 55. Indica SÁNCHEZ CALERO, F.: "Disposiciones generales (artículos 1.º a 6.º)", en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (SÁNCHEZ CALERO, F., dir.), t. I (*Disposiciones Generales, Fundación de la Sociedad y Aportaciones*), EDERSA, Madrid 1997, pp. 30-31, que "la nota capitalista de la sociedad anónima aflora precisamente porque a los efectos de la posición jurídica del socio dentro de la sociedad lo relevante es el número de acciones que posea respecto del total de ellas que forman el capital social, de manera que éste es el necesario punto de referencia de la participación de los socios en la sociedad", y más adelante que, "esta correspondencia entre la división del capital social en acciones y la división de los derechos por referencia a las acciones poseídas por el socio debe ser matizada desde tres puntos de vista. En primer lugar, porque si bien existen derechos proporcionales al capital suscrito (...) otros son proporcionales al capital desembolsado. En segundo lugar, porque existe la posibilidad de emitir acciones sin voto, como una clase *ope legis* que, pudiendo tener un valor nominal idéntico al de las acciones ordinarias, conceden los derechos con un diverso

de sociedades y de los valores mobiliarios como es la igualdad entre los accionistas, limitando profundamente el derecho de propiedad por su incidencia sobre los derechos políticos de los accionistas y sobre la transmisibilidad de los títulos representativos del capital social y, en particular, la libertad de empresa ya que los socios carecen de los poderes de decisión más relevantes" (50).

Aquella estricta vinculación comienza a diluirse cuando se alude a la constitución de "núcleos duros" de accionistas que funcionan concertadamente y conforme a determinados pactos o acuerdos con el Estado no accionista, y se rompe cuando los "derechos especiales" son atribuidos directamente por la ley al Estado no accionista, supuestos en los que, en puridad, no se está ante "acciones de oro", sino ante otra técnica de control societario.

No obstante, es lo cierto que la similitud, desde una perspectiva funcional de "acciones de oro" y "derechos especiales", ha conllevado a propugnar un concepto

---

alcance (...). Por último, porque se reconoce a los estatutos de la sociedad anónima la facultad de autorregular los contenidos de los derechos de las diversas clases de acciones e incluso establecer privilegios, con ciertos límites (artículos 49 y 50)", y que "no puede admitirse la separación entre los derechos del socio y la titularidad de una o más acciones, o dicho más claramente, son inescindibles en la sociedad anónima la condición de socio y de accionista". "La consagración expresa del principio mayoritario en el artículo 93 de la LSA cierra la posibilidad a cualquier tipo de cláusula que los desvirtúe, pues se entiende que la ley de la mayoría es consustancial con la SA", afirma VIERA GONZÁLEZ, A.J.: *Las sociedades de capital cerradas. (Un problema de relaciones entre los tipos SA y SRL)*, ARANZADI, Cizur Menor (Navarra), 2002, p. 232. La RDGRN de 15 de abril de 1991 estima que la atribución a cada socio de un derecho de veto "contraría abiertamente un principio básico de la organización y funcionamiento de la sociedad anónima, cual es el de la adopción de sus acuerdos por mayoría". Aun cuando en nuestro ordenamiento se admite la posibilidad de acciones privilegiadas, precisan SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil,* THOMSON-ARANZADI, V.I., Cizur Menor (Navarra), 2009, p. 412, que "si bien la Ley establece la igualdad de derechos entre las acciones de la misma clase, consiente en la creación de acciones de clases diversas de acciones (...). La existencia de diversas clases de acciones permite la distinción entre acciones ordinarias y privilegiadas" y que "la L.S.A. califica como acciones privilegiadas a las acciones 'que confieren algún privilegio frente a las ordinarias', y exige que tal privilegio, referido a algún derecho que conforme la condición jurídica de socio, figure en los estatutos sociales", afirman además, p. 421, que la Ley establece "una norma de carácter prohibitivo que trata de limitar los privilegios, que afecta al derecho de voto en el sentido de que no puede alterarse, de forma directa o indirecta, la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto (artículo 50.2). Este principio importante se ve de hecho modificado en parte por la propia ley que admite las acciones sin voto, y también que los estatutos puedan exigir para el ejercicio del derecho de voto la posesión de un número mínimo de acciones para poder asistir a la Junta general (...). Surge también una norma prohibitiva con relación a la creación de privilegios que afectan a un derecho patrimonial (...). También prohíbe el propio artículo 50.2 que los privilegios que confiera la acción alteren, de forma directa o indirecta la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de suscripción preferente".

(50) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 47, que en p. 46 destaca lo siguiente: "los principios del derecho societario quieren que las acciones confieran a sus poseedores iguales derechos, que las decisiones que afecten a la vida y extinción de la sociedad se tomen por mayoría de los socios en junta general y que la gestión de la empresa social se confíe a los administradores". Destaca SÁNCHEZ CALERO, F.: *La junta general en las sociedades de capital,* THOMSON-CIVITAS, Cizur Menor (Navarra), 2007, p. 38, "la junta general de las sociedades de capitales constituye, conforme a la doctrina tradicional, el órgano soberano de la sociedad". La Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, no hace sino abundar en esa perspectiva.

amplio referido a "unos regímenes que someten a autorización o a aprobación administrativas determinadas clases de actuaciones con incidencia en la existencia, el objeto social o la estructura accionarial de las empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica" (51), o que "están vinculadas a la prestación de servicios públicos" (52).

Semejante noción amplia es tachada de impropia (53), por cuanto engloba un cúmulo de "facultades especiales, que adoptan diversas formas (expedientes de autorización administrativa, acciones privilegiadas, nombramiento de miembros de los órganos sociales) y presentan distintos contendidos (poder de oposición a la entrada en el capital, derechos de intervención en la gestión de los activos)" (54), no estando vinculadas a la necesaria titularidad de acciones, ni a que éstas, en su caso, tengan la consideración de especiales o privilegiadas (55). Desde esta inadecuada perspectiva, tanto los "derechos especiales" como la "acción de oro" aluden a "toda estructura jurídica aplicable a las empresas individualmente, que conserva o contribuye a perpetuar la influencia de la autoridad pública sobre tales compañías" (56) por motivos de "interés público" (57).

---

(51) Concreta el Abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la Introducción a sus conclusiones presentadas el 6 de febrero de 2003, en los asuntos acumulados C-433/00 y C-98/01. En sentido prácticamente idéntico ya se había pronunciado el mismo Abogado General, en las conclusiones presentadas el 3 de julio de 2001, apartado Introducción, en los asuntos acumulados C-367/98, C-483/99 y C-503/99, entendiendo que se trata de "regímenes nacionales que reservan al ejecutivo determinadas prerrogativas de intervención en la estructura accionarial y en la gestión de empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica". La cuestión de la forma y naturaleza jurídica de la "empresa" no se precisa en la Ley 5/1995, que se refería únicamente a empresa pública, bien que deba considerarse, como precisa GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, p. 99-100, que "esa norma (con referencia a la Ley 5/1995), a pesar de referirse de forma generalizada a la empresa pública, tiene una clara vocación societaria, dada la naturaleza de los actos sometidos a autorización administrativa, introduciendo modificaciones en el régimen general de anónimas que regula los derechos que la acción reconoce a su titular. Sobre todo en orden a la adopción de determinados acuerdos sociales y la transmisión del capital".

(52) Según BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 10, la "expresión acción de oro" sirve para identificar "prerrogativas estatales que permiten intervenir en la estructura de empresas que operan en sectores estratégicos o están vinculadas a la prestación de servicios públicos, con independencia del juego de mayorías de capital".

(53) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 10.

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

(55) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 9.

(56) Indica el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, conclusión 3, apartado I (Introducción), de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07 objeto de comentario, que cita a VAN BEKKUN, J., Kloosterman, J., y WINTER, J.: "Golden shares and European Company Law: The implications of Volkswagen", en *European Company Law,* vol. 5, núm. 1, febrero de 2008, p. 8.

(57) No obstante las controversias surgidas respecto a la delimitación del "interés público". En relación con su relevancia en materia de privatizaciones *vid*. GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.,* p. 97, nota 166.

No es irrelevante ni intranscendente la diferenciación entre "derechos especiales" y "acciones de oro", basada en que los primeros refieren un conjunto de prerrogativas que pueden considerarse contrarias a las finalidades inherentes a las privatizaciones (58), en tanto que las segundas, además, distorsionan "el ordenamiento interno de la sociedad según deriva de la disciplina general de las sociedades" (59), permitiendo, mediante semejantes alteraciones del sistema de economía de mercado, "mantener bajo control nacional empresas estratégicas o de utilidad pública a pesar de su privatización" y "limitando las inversiones intracomunitarias a través del veto o la limitación de la presencia de otros accionistas" (60).

Efectivamente, los "especiales derechos" vinculados a las "acciones de oro" producen un efecto no meramente distorsionador, sino derogatorio o anulatorio del régimen societario. Esto es, en realidad se trata de un conjunto de técnicas jurídico-públicas o administrativas de intervención que, en puridad, son "ajenas al Derecho de sociedades, al resultar de derechos otorgados al poder público incompatibles con el régimen general de sociedades" (61), que se han tachado de "impropias de un sistema económico de mercado" (62) y que han desembocado, a la postre, en la determinación de un conjunto de sociedades de difícil calificación, "ni públicas ni privadas" (63), cuyo régimen singular genera inseguridad jurídica y perturba el funcionamiento del sistema económico. Lo que no impide que se haya afirmado que "las diferentes formas en que los Estados han caracterizado a la "acción de oro" son meramente nomi-

---

El criterio del "interés público" es nuclear al efecto pretendido; indica BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, pp. 50-51, que "la acción de oro está presidida por el interés público a la continuidad/calidad del servicio público prestado y, por consiguiente, por el interés supraindividual y colectivo del usuario. Además si a primera vista la acción de oro parece obstaculizar la concurrencia, su correcto ejercicio puede impedir que la privatización de un monopolio natural se reduzca a una simple transferencia de controles desde el sector público a un monopolio privado, protegiendo así el interés público a la libertad de los mercados y a la pluralidad de los actores económicos, o bien el interés a la realización de la liberalización de los mercados 'protegidos', que beneficia la calidad y la economicidad de las prestaciones ofrecidas. Cuando la empresa privatizada presta servicios esenciales, se garantiza a los poderes públicos una capacidad de intervención en la vida de la entidad para evitar que la aplicación de criterios de gestión guiados exclusivamente por la maximización del beneficio económico pueda tener alguna contraindicación para los intereses de todos los ciudadanos".

(58) Según BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, pp. 11-12, la "configuración técnico-jurídica de estas prerrogativas difiere en los distintos ordenamientos, pero, sustancialmente en todos los casos se advierte un choque o al menos la aparente contradicción en que se encuentran estos mecanismos que permiten una injerencia estatal en la vida de la sociedad o en la voluntad de los interesados con la filosofía de la privatización, ya que la privatización no supone sino la aplicación a los servicios públicos de los principios jurídicos del mercado, es decir un cambio de técnica para prestarlos".

(59) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 12, que añade "ya que afectan al núcleo esencial del derecho de propiedad por incidir en los derechos políticos de los accionistas, que no pueden decidir libremente sobre aspectos relevantes de su gestión, y (relativos) a la transmisibilidad de las acciones". También GARCÍA SAIZ, E.: *op. cit.* pp. 99-100.

(60) BUSTILLO SAIZ, M.ª del Mar: *op. cit.*, p. 11.

(61) GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, p. 192.

(62) GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, p. 192.

(63) GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, p. 192.

nales, ya que incluso en los Estados que pretenden atribuir a la misma un régimen privado, ésta tiene características que hace pensar que lo que encierra es una potestad administrativa" (64).

No puede obviarse, reconduciendo los "derechos especiales" y la "acción de oro" a sus singularidades, que envuelven dos instituciones señaladamente diferentes, pues mientras una, la "acción de oro", se mantiene en el ámbito del derecho de sociedades, la otra lo extravasa, pues el hecho de que alguien actúe "derechos especiales" sin ser socio, pero como si lo fuera, estando para ello facultado directamente por la ley, constituye "una situación desconocida por la legislación societaria" (65), por más que se exija que el poder público se haya reservado en el proceso privatizador algún sistema de relación directa o indirecta con aquella sociedad privatizada (en otro supuesto estaríamos ante un mecanismo *sui generis* pero próximo a la expropiación de derechos). "En estos casos la sociedad deja de cumplir uno de los presupuestos exigidos por la propia Ley, y además la legislación mercantil no parece que prevea esa posibilidad" (66). Los derechos especiales o especiales derechos vinculados a la "acción de oro" no necesariamente han de ser derogatorios, en relación con cualquier ordenamiento del derecho de sociedades, sin embargo sí se vinculan a la condición de socio (accionista) en cualquier ordenamiento correspondiente a la cultura jurídica occidental. Lo que no ocurre en el supuesto de "derechos especiales" no vinculados a acciones (de oro).

En una perspectiva marcadamente utilitarista, se afirma que aunque aquel conjunto de técnicas que conforman los "derechos especiales" estatales se hallen "al margen de las acciones de oro, *stricto sensu*, pues los derechos especiales no se atribuyen a los títulos en posesión de los entes públicos, tampoco cabe admitir una idea reduccionista de lo que deba entenderse por tales derechos; en realidad, no importa tanto si las prerrogativas exorbitantes se incorporan formalmente a algunas participaciones del capital, sino si se atribuyen de una manera privilegiada hasta el punto de disuadir al inversor, en particular al extranjero" (67). El supuesto de hecho de la sentencia objeto de comentario refleja una cierta "relatividad de la diferenciación" entre "acciones de oro" y "derechos especiales" que podría justificar esa perspectiva utilitarista pero no empece la transcendencia de la distinción, que, más allá de efectos dogmáticos, conlleva consecuencias de orden práctico.

---

(64) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V.: *op. cit.* p. 110.

(65) GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.*, p. 192.

(66) GARCÍA RUIZ, E.: *op. cit.* p. 103.

(67) Indica el abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la conclusión 44 de las presentadas mediante su escrito de fecha 13 de febrero de 2007, en el asunto C-112/05, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania (asunto "Ley Volkswagen").

III. LOS "DERECHOS ESPECIALES" ESTATALES EN LA EMPRESA PRIVATIZADA FRENTE A LA LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y A LA LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALES

El caso resuelto por la sentencia comentada tiene como precedente inmediato un procedimiento de incumplimiento por infracción de los artículos 43 (68) de la CE y 56 (69) de la CE, en relación con la creación de determinados "derechos

(68) El artículo 43 de la CE ha sido sustituido por el artículo 49 del texto de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, aprobado por el Tratado de Lisboa. El título del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea se sustituye por "Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea", según el artículo 2 del Tratado de Lisboa. El artículo 49, anteriormente citado, tiene la siguiente redacción: "En el marco de las disposiciones siguientes, quedarán prohibidas las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro. Dicha prohibición se extenderá igualmente a las restricciones relativas a la apertura de agencias, sucursales o filiales por los nacionales de un Estado miembro establecidos en el territorio de otro Estado miembro.

La libertad de establecimiento comprenderá el acceso a las actividades no asalariadas y su ejercicio, así como la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades, tal como se definen en el párrafo segundo del artículo 54, en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales, sin perjuicio de las disposiciones del capítulo relativo a los capitales".

El artículo 49 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea encabeza su Capítulo 2, titulado "Derecho de Establecimiento", y se corresponde, según se indica expresamente con el "antiguo artículo 43 del TCE" (que también se designaba, habitualmente, como artículo 43 de la CE, o artículo 43 de la CE). La coincidencia del contenido del artículo 49 precitado con el del artículo 43 derogado, salvo la remisión que el primero de aquellos preceptos realiza al artículo 54 del propio texto consolidado (que se corresponde con el derogado artículo 48 del TCE, también denominado artículo 48 de la CE, o artículo 48 de la CE), permite mantener la alusión al 43 de la CE en el presente comentario. Siendo además conveniente continuar con la referencia nominal al derogado artículo 43 de la CE, para evitar confusiones, dado que la sentencia se refiere, como es natural dado el momento de su emisión, a este último precepto. Todo ello bien entendido que, donde pone artículo 43 de la CE, debe leerse artículo 49 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(69) El artículo 56 de la CE ha sido sustituido por el artículo 63 del texto de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, aprobado por el Tratado de Lisboa. El título del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea se sustituye por "Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea", según el artículo 2 del Tratado de Lisboa. El artículo 56, anteriormente citado, tiene la siguiente redacción:

"1. En el marco de las disposiciones del presente capítulo, quedan prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países.

2. En el marco de las disposiciones del presente capítulo, quedan prohibidas cualesquiera restricciones sobre los pagos entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países".

El artículo 63 del texto de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, encabeza su Capítulo 4, titulado "Capital y Pagos", y se corresponde, según se indica expresamente, con el "antiguo artículo 56 del TCE" (que también se designaba, habitualmente, como artículo 56 CE, o artículo 56 de la CE). La coincidencia del contenido del artículo 63 precitado con el del artículo 56 derogado permite mantener la alusión al 56 de la CE en el presente comentario. Siendo además conveniente continuar con la referencia nominal al derogado artículo 56 de la CE, para evitar confusiones, dado que la sentencia se refiere, como es natural dado el momento de su emisión, a este último precepto. Todo ello bien entendido que, donde pone artículo 56 de la CE, debe leerse artículo 63 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

especiales", y los criterios establecidos para su ejercicio [70], por la República Italiana.

La creación o el establecimiento de "derechos especiales" estatales en empresas privatizadas constituye una manifestación de proteccionismo nacional, y por esa misma razón, salvo su justificación estricta por las limitadas y concretas razones que más adelante se indicarán, se pueden considerar restrictivos, cuando no contradictorios, de dos de las libertades fundamentales comunitarias, la libertad de establecimiento y la libre circulación de capitales.

---

[70] Que trató de la promulgación por la República Italiana del Decreto-ley núm. 332, de 31 de mayo de 1994, relativo a la aceleración de los procedimientos de venta de las participaciones del Estado y de los organismos públicos en las sociedades por acciones, modificado y enmendado por la Ley de presupuestos para el año 2004, y el Decreto de aplicación y desarrollo, 10 de junio de 2004. Según el artículo 2, apartado 1, del Decreto-ley núm. 332/1994, mediante un decreto del Presidente del Consejo de Ministros, habría de designar, "entre las sociedades controladas directa o indirectamente por el Estado" que desarrollasen su actividad en los sectores de la defensa, de los transportes, de las telecomunicaciones, de los recursos energéticos y de los demás servicios públicos, aquellas en cuyos estatutos deberían establecerse, por acuerdo de la junta general extraordinaria, antes de la adopción de cualquier acto que supusiera la pérdida del control, una cláusula que atribuyese al Ministro de Economía y Finanzas una o varias de las siguientes facultades especiales, que deberían ser ejercidas de común acuerdo con el Ministro de Actividades Productivas. Esos derechos especiales, enunciados en el mencionado artículo 2, apartado 1, letras a) a d) eran los siguientes: 1) La oposición a la adquisición por inversores de participaciones importantes en dichas sociedades, que representen, al menos, el 5% de los derechos de voto o el porcentaje inferior que el Ministro de Economía y Finanzas fijase por Decreto. Para formular su oposición, las autoridades disponían de un plazo de 10 días desde la fecha de la comunicación que debían realizar los administradores de la sociedad de que se tratase en el momento de la solicitud de inscripción en el registro de los accionistas, mientras que el cesionario disponía de 60 días para impugnar la decisión de las autoridades ante el órgano jurisdiccional competente; 2) La oposición a los pactos o acuerdos entre accionistas que representasen, al menos, el 5% de los derechos de voto o el porcentaje inferior que el Ministro de Economía y Finanzas fijase por Decreto; 3) El veto a las decisiones de disolución de la sociedad, de traspaso de la empresa, de fusión, de escisión, de transferencia de la sede de la sociedad al extranjero, de modificación del objeto social o del estatuto social que suprimiesen o alterasen los derechos especiales; 4) La designación de un administrador sin derecho de voto. El artículo 4, apartado 230, de la Ley de presupuestos núm. 350/2003 estableció que los criterios para el ejercicio de los derechos especiales se establecerían mediante Decreto *ad hoc* del Presidente del Consejo de Ministros, que limitaría la utilización de los mencionados derechos únicamente a los casos de perjuicio a los intereses vitales del Estado. Con arreglo al artículo 1, apartados 1 y 2, del Decreto de aplicación y desarrollo, los derechos especiales precitados se ejercerían única y exclusivamente "cuando concurriesen motivos cruciales e imperativos de interés general relativos, en particular, al orden público, a la seguridad pública, a la sanidad pública y a la defensa", de manera "idónea y proporcionada a la protección de tales intereses", incluso mediante los plazos oportunos, sin perjuicio del respeto de los principios del ordenamiento interno y del derecho comunitario y del principio de no discriminación. Además de cumplir aquellas exigencias y finalidades, los derechos especiales antes referidos deberían ejercitarse cuando concurriesen cualquiera de las siguientes circunstancias: "un peligro grave y real de un corte en el aprovisionamiento nacional mínimo en productos petrolíferos y energéticos, así como del suministro de servicios conexos y derivados y, en general, del aprovisionamiento de materias primas, de bienes esenciales para la colectividad o del nivel mínimo de servicios de telecomunicación y de transporte, un peligro grave y real para la continuidad del ejercicio de las obligaciones con la colectividad en un servicio público, así como para el ejercicio de las misiones de interés general confiadas a la sociedad, un peligro grave y real para la seguridad de las instalaciones y las redes de los servicios públicos esenciales, un peligro grave y real para la defensa nacional, la seguridad militar, el orden público y la seguridad pública, o una urgencia sanitaria".

1. Consideraciones en torno a la libertad de establecimiento y a la libre circulación de capitales

El artículo 43 (71) de la CE prohíbe las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro. Reiterada jurisprudencia comunitaria precisa que aquel precepto se opone a cualquier medida nacional que, aun cuando sea aplicable sin discriminación por razón de nacionalidad, pueda obstaculizar o hacer menos atractivo el ejercicio, por parte de los nacionales comunitarios, de la libertad de establecimiento garantizada por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (72).

Las disposiciones de aquel Tratado relativas a la libertad de establecimiento se proponen asegurar el disfrute del trato nacional en el Estado miembro de acogida, oponiéndose asimismo a que el Estado miembro de origen obstaculice el establecimiento en otro Estado miembro de uno de sus nacionales o de una sociedad constituida de conformidad con su legislación (73).

Singularmente relevante para el tema que estamos tratando es la toma en consideración de que están comprendidas, dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del Tratado referido relativas a la libertad de establecimiento, las disposiciones nacionales que sean de aplicación a la posesión por un nacional, o por una sociedad del Estado miembro de que se trate, de una participación tal en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiera una influencia real en las decisiones de dicha sociedad (74) y le permita determinar las actividades de ésta (75).

El artículo 43 (76) de la CE exige la supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento, debiendo considerarse como tales todas las medidas que prohíban,

---

(71) Actualmente artículo 49 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(72) SSTJCE de 14 de octubre de 2004, Comisión/Países Bajos, asunto C-299/02, de 21 de abril de 2005, Comisión/Grecia, asunto C-140/03, y de 10 de marzo de 2009, Hartlauer Handelsgesellschaft mbH y Wiener Landesregierung, Oberösterreichische Landesregierung, asunto 169/07.

(73) SSTJCE de 16 de julio de 1998, ICI, asunto C-264/96, de 6 de diciembre de 2007, Columbus Container Services, asunto C-298/05, y de 23 de octubre de 2008, Finanzamt für Körperschaften III in Berlin y Krankenheim Ruhesitz am Wannsee-Seniorenheimstatt GMBH, asunto C-157/07.

(74) SSTJCE de 13 de abril de 2000, Baars, asunto C-251/98, de 12 de septiembre de 2006, Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, asunto C-196/04, de 13 de marzo de 2007, Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, asunto C-24/04, y de 23 de octubre de 2007, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania, asunto C-112/05.

(75) SSTJCE de 29 de marzo de 2007, Rewe Zentralfinanz, asunto C-347/04, de 18 de julio de 2007, Oy AA, asunto C-231/05, y de 2 de octubre de 2008, Heinrich Bauer Verlag BeteiligungsGmbH y Finanzamt für Großunternehmen in Hamburg, en el que interviene Heinrich Bauer Verlag KG, asunto C-360/06.

(76) Actualmente artículo 49 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

obstaculicen o hagan menos interesante el ejercicio de dicha libertad (77). Conviene recordar que los derechos y libertades fundamentales no son absolutos, al menos en cuanto se confronten o entren en colisión con otros derechos o libertades fundamentales. No obstante, para que las medidas nacionales puedan limitar o restringir (que no excluir) el ejercicio de tales derechos o las libertades fundamentales garantizadas por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han de reunir los siguientes cuatro requisitos: a) Que se apliquen de manera no discriminatoria; b) Que estén justificadas por razones imperiosas de interés general; c) Que sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que persiguen y d) Que no vayan más allá de lo necesario para alcanzar dicho objetivo (78).

Por su parte, el artículo 56 (79) de la CE, apartado 1, prohíbe de manera general las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros (80). Qué se entienda por "movimientos de capitales" es dudoso, al no existir en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (81) una definición general al respecto. Por ello el Tribunal de Justicia comunitario ha reconocido valor indicativo a la nomenclatura anexa a la Directiva 88/361/CEE del Consejo, de 24 de junio de 1988 (para la aplicación del artículo 67 de aquel Tratado, artículo derogado por el Tratado de Ámsterdam), lista que no reviste carácter exhaustivo (82), para poder llegar a formular un concepto de "movimientos de capitales" en el sentido del artículo 56 (83) de la CE, apartado 1.

Al tenor de una reiterada jurisprudencia comunitaria, constituyen movimientos de capitales en el sentido del artículo 56 (84) de la CE tanto las inversiones directas

---

(77) SSTJCE de 15 de enero de 2002, Comisión/Italia, asunto C-439/99, de 5 de octubre de 2004, Caixa Bank France, asunto C-442/02, de 30 de marzo de 2006, Servizi Ausiliari Dottori Commercialisti, asunto C-451/03, de 26 de octubre de 2006, Comisión/Grecia, asunto C-65/05, y de 13 de septiembre de 2007, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Italiana, asunto C-465/05.

(78) SSTJCE de 4 de julio de 2000, Haim, asunto C-424/97, y de 13 de septiembre de 2007, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Italiana, asunto C-465/05.

(79) Actualmente artículo 63 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(80) SSTJCE de 6 de diciembre de 2007, Federconsumatori y otros, asuntos acumulados C-463/04 y C-464/04, y de 12 de febrero de 2008, Margarete Block y Finanzamt Kaufbeuren, asunto C-67/08.

(81) El título del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea ha sido sustituido por "Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea".

(82) SSTJCE de 23 de febrero de 2006, van Hilten-van der Heijden, asunto C-513/03, de 3 de octubre de 2006, Fidium Finanz, asunto C-452/04, de 6 de diciembre de 2007, Federconsumatori y otros, asuntos acumulados C-463/04 y C-464/04, y de 17 de enero de 2008, Jäger, asunto C-256/06.

(83) Actualmente artículo 63 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(84) Actualmente artículo 63 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

como encubiertas o indirectas (85). Incluso "cuando el artículo 56 de la CE, apartado 1, extendió el principio de la libre circulación de capitales a los movimientos de capitales entre los países terceros y los Estados miembros, éstos optaron por consagrar dicho principio en el mismo artículo y en los mismos términos para los movimientos de capitales que tienen lugar dentro de la Comunidad y para los que se refieren a las relaciones con países terceros" (86).

A los efectos del presente comentario interesa destacar que, en el ámbito del artículo 56.1 (87) de la CE, se incluyen, en particular, las inversiones directas (88), esto es, tal como se deduce de la nomenclatura comunitaria precitada y de las notas explicativas relacionadas con ella, cualquier tipo de inversión efectuada por personas físicas o jurídicas y que sirva para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el proveedor de fondos y la empresa a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica (89).

Por lo que respecta a las participaciones en empresas nuevas o existentes, como confirman las indicadas notas explicativas, el objetivo de crear o mantener vínculos económicos duraderos presupone que las acciones que posee el accionista le ofrecen, ya sea en virtud de las disposiciones de la legislación nacional sobre las sociedades por acciones, o de otra forma, la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad (90).

En relación con las inversiones directas de capital, el Tribunal de Justicia ha precisado que deben calificarse como "restricciones" en el sentido del artículo 56 de la CE, apartado 1 (91), las medidas nacionales que puedan impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores de los demás Estados

---

(85) STJCE de 17 de enero de 2008, Theodor Jäger y Finanzamt Kusel-Landstuhl, asunto C-256/06.

(86) STJCE de 18 de diciembre de 2007, Skatteverket y A, asunto C-101/05.

(87) Actualmente artículo 63.1 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(88) STJCE de 6 de diciembre de 2007, Federconsumatori, asuntos acumulados C-463/04 y 464/04.

(89) SSTJCE de 12 de diciembre de 2006, Test Claimants in the FII Group Litigation, asunto C-446/04, de 24 de mayo de 2007, Holböck, asunto C-157/05, y de 23 de octubre de 2007, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania, asunto C-112/05.

(90) SSTJCE de 12 de diciembre de 2006, Test Claimants in the FII Group Litigation, asunto C-446/04, de 24 de mayo de 2007, Holböck, asunto C-157/05, de 4 de junio de 2002, Comisión/Portugal, asunto C-367/98, de la misma fecha Comisión/Francia, asunto C-483/99, y de la misma fecha Comisión/Bélgica, asunto C-503/99, de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, asunto C-463/00, de la misma fecha Comisión/Reino Unido, asunto C-98/01, de 2 de junio de 2005, Comisión/Italia, asunto C-174/04, y de 28 de septiembre de 2006, Comisión/Países Bajos, asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04.

(91) Actualmente artículo 63.1 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

miembros de invertir en el capital de éstas [92]. De tal modo que, entre las medidas nacionales que pueden ser calificadas de "restricciones" en el sentido de aquel precepto comunitario [93], figuran no sólo las que puedan impedir o limitar la adquisición de acciones en sociedades establecidas en otros Estados [94], sino también las que puedan disuadir el mantenimiento de tales participaciones en sociedades establecidas en otros Estados [95].

La libre circulación de capitales puede verse limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 58 [96] de la CE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones comunitarias de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses [97].

Esto es, únicamente a falta de esa armonización comunitaria, corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de aquellos legítimos intereses (incluidos los de los trabajadores y los de accionistas minoritarios) y de qué manera debe alcanzarse este nivel. Ahora bien, sólo pueden hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo [98].

---

[92] SSTJCE de 4 de junio de 2002, Comisión/Portugal, asunto C-367/98, de la misma fecha Comisión/Francia, asunto C-483/99, y de la misma fecha Comisión/Bélgica, asunto C-503/99, de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, asunto C-463/00, de la misma fecha Comisión/Reino Unido, asunto C-98/01, de 2 de junio de 2005, y de 28 de septiembre de 2006, Comisión/Países Bajos, asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04.

[93] Actualmente artículo 63.1 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

[94] STJCE de 23 de octubre de 2007, Comisión/Alemania, asunto C-112/05, y de 22 de enero de 2009, Finanzamt Speyer-Germersheim y STEKO Industriemontage GMBH, asunto C-169/07.

[95] SSTJCE de 12 de diciembre de 2002, Lankhorst-Hohorst, asunto C-324/00, de 13 de marzo de 2007, Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, asunto C-524/04, y de 22 de enero de 2009, Finanzamt Speyer-Germersheim y STEKO Industriemontage GMBH, asunto C-169/07.

[96] Actualmente artículo 65 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

[97] SSTJCE de 4 de junio de 2002, Comisión/Portugal, asunto C-367/98, de la misma fecha Comisión/Francia, asunto C-483/99, y de la misma fecha Comisión/Bélgica, asunto C-503/99, de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, asunto C-463/00, de la misma fecha Comisión/Reino Unido, asunto C-98/01, de 2 de junio de 2005, Comisión/Italia, asunto C-174/04, de 28 de septiembre de 2006, Comisión/Países Bajos, asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, y de 23 de octubre de 2007, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania, asunto C-112/05.

[98] SSTJCE de 4 de junio de 2002, Comisión/Portugal, asunto C-367/98, de la misma fecha Comisión/Francia, asunto C-483/99, y de la misma fecha Comisión/Bélgica, asunto C-503/99, de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, asunto C-463/00, de la misma fecha Comisión/Reino Unido, asunto C-98/01, de 2 de junio de 2005, Comisión/Italia, asunto C-174/04, de 28 de septiembre de 2006, Comisión/Países Bajos, asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, y de 23 de octubre de 2007, Comisión/Alemania, asunto C-112/05.

Dado que estamos tratando de dos libertades fundamentales comunitarias señaladamente diferentes, conviene determinar cuándo un determinado acto normativo o singular estatal queda incluido en el campo de aplicación de una y de otra. Al respecto puede afirmarse, y en ello incide la sentencia objeto de comentario, reiterando una continua y sólida jurisprudencia comunitaria (99), lo siguiente:

a) Que están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (100) relativas a la libertad de establecimiento las disposiciones nacionales que sean de aplicación a la posesión, por un nacional de un Estado miembro, de una participación tal en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiera una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y le permita determinar las actividades de ésta (101).

b) Que están comprendidas en el ámbito relativo a la libre circulación de capitales, en particular, las inversiones directas, esto es, cualquier tipo de inversión efectuada por personas físicas o jurídicas y que sirva para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el proveedor de fondos y la sociedad a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica. Este objetivo presupone que las acciones que posea el accionista le ofrezcan la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad.

2. El supuesto de hecho y los términos en que se planteó la infracción, por los "derechos especiales" del Estado *a quo*, de la libertad de establecimiento y de la libre circulación de capitales

La Comisión Europea, demandante en el proceso ante el Tribunal de Justicia comunitario, se limitó a sostener, en el caso objeto de consideración, que la normativa nacional cuestionada no precisaba de modo suficiente los criterios para el ejercicio de los derechos especiales de referencia. En opinión de dicha institución comunitaria, los mencionados criterios no permitían a los inversores conocer las situaciones en las que podían utilizarse esos derechos.

Esto es, aquella institución comunitaria no puso en juicio la legitimidad de la norma que establecía los "derechos especiales" estatales en sí misma considerada, sino que únicamente se limitó a poner en tela de juicio la proporcionalidad de las medidas contempladas en aquella normativa nacional, en particular respecto de los criterios para el ejercicio de las facultades exorbitantes del Estado *a quo*, cuestionando su

---

(99) STJCE de 24 de mayo de 2007, Holböck, asunto C-157/05.

(100) El título de Tratado constitutivo de la Comunidad Europea ha sido sustituido por el de "Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea".

(101) Reiterando doctrina contenida en las SSTJCE de 13 de abril de 2000, Baars, asunto C-251/98, y de 23 de octubre de 2007, Comisión/Alemania, asunto C-112/05.

escasa concreción para permitir a los inversores apreciar las circunstancias exactas en las que la Administración correspondiente podía hacer uso de tales facultades extraordinarias (102).

Efectivamente, como precisó el Abogado General, "en suma, el ámbito de la contienda (...) se centra en la proporcionalidad" (103) de concretas disposiciones de una norma nacional, punto en el que se marca una sustancial diferencia en relación con las impugnaciones efectuadas en los asuntos en los que se cuestionaron las 'acciones de oro', en los que sí se cuestionó la legitimidad misma de la normativa nacional considerada en cada caso" (104).

Esto es, en el caso objeto de atención, criticaba la Comisión Europea la falta de "proporcionalidad" existente en la normativa cuestionada, dado que las situaciones concretas de "peligro grave y real", en que podía el Estado *a quo* acudir al ejercicio de aquellos "derechos especiales":

a) Eran "potencialmente numerosas, indeterminadas e indeterminables", y

b) La falta de precisión en la determinación de las circunstancias específicas y objetivas que justificaban que el Estado hiciera uso de los derechos especiales confería un carácter discrecional a esos derechos, habida cuenta del margen de apreciación del que disponían las autoridades competentes.

---

(102) Precisión que efectúa el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, contenida en la conclusión 27, de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07 objeto de comentario.

(103) Indica el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la conclusión 31, de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07 objeto de comentario.

(104) Esa diferencia se pone de manifiesto en las siguientes apreciaciones del Abogado General, Sr. M. Poiares Maduro, que, en relación con las "acciones de oro", efectuadas en su conclusión 22 de las presentadas el 6 de abril de 2006, en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, a propósito de la afirmación del Gobierno, en aquel caso, demandado de que las acciones especiales las poseía el Estado no en su calidad de autoridad pública, sino como accionista particular, y que las acciones de oro o "acciones privilegiadas" eran corrientes en el Derecho de sociedades neerlandés, afirmó lo siguiente: a) Que "las normas del Tratado en materia de libre circulación de personas, servicios y capitales imponen obligaciones a las autoridades de los Estados miembros, independientemente de si éstas actúan en su calidad de autoridad pública o como entidad de Derecho privado; b) Que "los Estados miembros están sujetos a las normas sobre libre circulación, de las que son claros destinatarios; c) Que "en la medida en que tales normas no crean obligaciones para los particulares, los Estados miembros, cuando actúan como operadores del mercado, pueden estar sujetos a restricciones que no se aplican a otros sujetos"; d) Que "a los efectos de determinar si se restringe la libre circulación de capitales cuando el Estado goza de especiales poderes en la empresa, es irrelevante el modo en que tales poderes se conceden o la forma jurídica que adoptan"; e) Que "el hecho de que un Estado miembro actúe dentro del marco de su Derecho de sociedades no significa que sus facultades especiales no puedan constituir una restricción en el sentido del artículo 56 de la CE" y f) Que "aun cuando las autoridades públicas (...) estuvieran exentas de la aplicación del artículo 56 de la CE cuando actúan como cualquier otro accionista, con arreglo al Derecho común de sociedades, habría que plantarse si la normativa que permite que ciertos accionistas obtengan determinados derechos especiales para protegerse de las reglas del mercado puede constituir en sí misma una restricción de la libre circulación de capitales". Añadiendo que una normativa de ese tipo podía restringir el acceso al capital en el mercado nacional, al proteger la posición de determinados operadores que hubieran adquirido un bastión en dicho mercado, siendo probable, además, que dichos accionistas fueran, asimismo, accionistas nacionales.

Aquel conjunto de imputaciones tenía, según la Comisión demandante, un efecto desincentivador general para los inversores, especialmente respecto de los que proyectasen instalarse en ese Estado miembro (Italia) con miras a influir en la gestión de las empresas afectadas por la normativa de la que se trataba.

Admitido por la Comisión demandante que tanto la libertad de establecimiento como la libre circulación de capitales podían verse limitadas por medidas nacionales justificadas, bien sobre la base de los artículos 46 (105) y 58 de la CE, o bien por razones imperiosas de interés general (siempre que no existiesen disposiciones comunitarias de armonización que establecieran las medidas necesarias para garantizar la protección de los intereses fundamentales del Estado). Sin embargo, consideraba aquella institución comunitaria que era necesario efectuar una evaluación o juicio de proporcionalidad de las medidas contenidas en la normativa nacional (lo que conllevaba el examen de la legitimidad de esos derechos) a la luz de los citados preceptos del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

De esa evaluación o juicio de proporcionalidad, según la Comisión Europea, resultaba lo siguiente: A) Respecto de los sectores regulados (como el de la energía, el gas natural y las telecomunicaciones): a) Que el objetivo de protección de los intereses fundamentales del Estado podía conseguirse adoptando medidas menos restrictivas, como las previstas por el legislador europeo (106), las cuales preveían la puesta en práctica de otras providencias destinadas a proteger el aprovisionamiento nacional mínimo en los ámbitos contemplados; b) Que no existía vínculo causal alguno entre, por una parte, la necesidad de garantizar el aprovisionamiento energético y prestar servicios públicos y, por otra, el control del accionariado y la gestión de una empresa; c) En relación con los sectores no regulados, que no aparecía justificación suficiente para la aplicación de los criterios controvertidos. Por consiguiente, según aquella Comisión, la norma nacional que era objeto de consideración constituía un instrumento que, en su aplicación y a la postre, iba más allá de lo necesario para defender los intereses públicos que decía tratar de proteger.

Por la parte demandada, el Gobierno italiano, se indicó que las disposiciones impugnadas no conferían carácter discrecional a los derechos especiales atribuidos a la

---

(105) Actualmente artículo 52 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(106) Citando la Comisión, en particular, las Directivas 2003/54/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2003, "sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 96/92/CE, 2003/55/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2003, sobre normas comunes para el mercado interior del gas natural y por la que se deroga la Directiva 98/30/CE", y 2002/21/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de marzo de 2002, "relativa a un marco regulador común de las redes y los servicios de comunicaciones electrónicas" (Directiva marco).

Administración nacional [107] y refutó la pertinencia de aplicar la normativa comunitaria referente a los sectores regulados antes citados, dado que no se habían introducido modificaciones estructurales por la normativa italiana cuya puesta en práctica se cuestionaba, la cual, según aquel Gobierno nacional, se limitaba a precisar los casos y los requisitos necesarios para la adopción de las medidas previstas en la norma nacional.

Se precisó, además, por aquella parte demandada lo siguiente: a) Que, en cualquier caso, nada impedía que los Estados miembros pudiesen adoptar, en esos sectores esenciales, medidas que establecieran poderes de intervención que fueran incluso más allá de las disposiciones de la normativa comunitaria *ad hoc* aludida por la Comisión; b) Que, por mor de la aplicación del principio de subsidiariedad, la normativa nacional resultaba más adecuada que la normativa comunitaria para regular situaciones que presentasen un peligro para los intereses vitales del Estado, situaciones que únicamente el Estado correspondiente podía apreciar en un plazo útil y de modo correcto; c) Que en los sectores de los servicios públicos que aún no habían sido objeto de armonización (como era el sector de la defensa nacional), un Estado miembro tenía derecho a adoptar las medidas necesarias para hacer frente a situaciones potencialmente perjudiciales para el interés general.

IV. JUICIO CRÍTICO A LA DOCTRINA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA SOBRE LA APLICACIÓN DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN EL EJERCICIO DE LOS "DERECHOS ESPECIALES" DEL ESTADO EN GRANDES EMPRESAS PRIVATIZADAS (SOCIEDADES COTIZADAS) QUE OPERAN EN SECTORES ESTRATÉGICOS O DE SERVICIO PÚBLICO

No pueden ignorarse las preocupaciones que, en función de las circunstancias, pueden justificar que los Estados miembros de la Unión Europea conserven cierta influencia en las empresas inicialmente públicas que se privaticen, cuando esas empresas continúen actuando en el ámbito de los servicios esenciales o de interés general [108]. Por ello, una normativa nacional que no se aplica únicamente a las participaciones que permitan ejercer una influencia efectiva en las decisiones de una sociedad y determinar las actividades de ésta, pero que se aplica independientemente de la magnitud de la participación que posea el accionista en una sociedad o incluso sin poseer

---

[107] Especial interés reviste su alegación acerca de que si una cuestión puede examinarse desde el punto de vista de la libertad de establecimiento, se excluye que esté comprendida en el ámbito de aplicación de la libre circulación de capitales. Afirmándose además por aquella parte procesal que, dado que las medidas controvertidas se referían a actos destinados a ejercer una influencia determinante sobre la gestión de determinadas sociedades, resultaban de pertinente aplicación únicamente los artículos 43, 45 y 46 de la CE, preceptos que, además, contenían disposiciones menos restrictivas que los artículos 56 y 58 de la CE. Apoyándose para semejante argumentación en la STJCE de 12 de septiembre de 2006, Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, asunto C-196/04.

[108] SSTJCE de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, asunto C-463/00, y de 6 de diciembre de 2007, Federconsumatori y otros, asuntos acumulados C-463/04 y C-464/04.

ninguna, puede estar comprendida en el ámbito de aplicación tanto del artículo 43 (109) de la CE como del artículo 56 (110) de la CE (111). De tal manera que la actuación de una empresa privatizada en un ámbito que afecte a los intereses generales no excluye que las circunstancias en las que pueden ejercerse los derechos del Estado de oponerse a la adquisición de determinadas participaciones, o a la celebración de determinados pactos de accionistas, en esas sociedades, no puedan determinar que esos derechos estatales resulten contrarios a la libertad de establecimiento y a la libre circulación de capitales, garantizadas por los artículos 49 (112) y 56 (113) de la CE (114).

Efectivamente, respecto al ejercicio del derecho de oposición estatal a la adquisición por inversores de participaciones importantes en dichas sociedades (que representasen, al menos, el 5% de los derechos de voto o el porcentaje inferior que el Ministro de Economía y Finanzas fijase por Decreto), así como a los pactos o acuerdos entre aquellos accionistas que representasen determinados porcentajes (contenido en la normativa nacional de referencia), precisa la sentencia objeto de comentario que, si bien aquellos porcentajes únicamente permitirían a los interesados simplemente "participar de manera efectiva en la gestión de la sociedad afectada, supuesto comprendido en el ámbito de aplicación de las disposiciones del artículo 56 de la CE. Sin embargo, no cabe excluir que, en el caso de sociedades en las que el accionariado está, en general, muy disperso, los titulares de participaciones que correspondan a esos porcentajes tengan la facultad de ejercer una influencia efectiva sobre la gestión de dicha sociedad y de determinar sus actividades, supuesto comprendido en el ámbito de las disposiciones del artículo 43 de la CE". Asimismo, y dado que aquella norma nacional establecía "un porcentaje mínimo, esta normativa también ha de aplicarse a las participaciones que superan ese porcentaje y confieren un poder de control manifiesto", añade la sentencia comentada, que concluye "por consiguiente, procede examinar los criterios que se refieren al ejercicio de esos derechos de oposición a la luz de ambas disposiciones del Tratado".

En lo que respecta al ejercicio del derecho de veto estatal contemplado en aquella normativa nacional (a las decisiones de disolución de la sociedad, de traspaso de la empresa, de fusión, de escisión, de transferencia de la sede de la sociedad al extranjero, de modificación del objeto social o del estatuto social que suprimiesen o alterasen

---

(109) Actualmente artículo 49 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(110) Actualmente artículo 63 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(111) Así en la STJCE de 24 de mayo de 2007, Holböck, asunto C-157/05.

(112) Actualmente artículo 49 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(113) Actualmente artículo 63 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(114) Como sucedió en las SSTJCE de 13 de mayo de 2003, Comisión/Reino Unido, asunto C-98/01, y de 17 de julio de 2008, Comisión/España, asunto C-463/00.

los derechos especiales estatales), indica la sentencia que se comenta "que ese derecho se refiere a decisiones relativas a la gestión de la sociedad y, por lo tanto, sólo afecta a los accionistas que pueden ejercer una influencia efectiva sobre las sociedades de que se trata, de modo que los criterios para el ejercicio de ese derecho deben examinarse a la luz del artículo 43 de la CE. Por lo demás, aun suponiendo que dichos criterios tengan efectos restrictivos sobre la libre circulación de capitales, éstos serían la consecuencia ineluctable de un eventual obstáculo a la libertad de establecimiento y no estaría justificado que se examinaran autónomamente a la luz del artículo 56 de la CE. Por consiguiente, el examen de los criterios relativos al ejercicio del derecho de veto debe efectuarse únicamente con arreglo al artículo 43 (115) de la CE".

En otra perspectiva, y en lo que hace concretamente a las libertades fundamentales comunitarias, afirma el Alto Tribunal comunitario lo siguiente:

a) Que, por una parte, pueden verse restringidas o limitadas "por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 58 (116) de la CE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones comunitarias de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses".

b) Que, por otra parte, "sólo a falta de esta armonización comunitaria, corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel, bien entendido que únicamente pueden hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo ("test de adecuación") (117).

Consecuentemente, aquel principio de proporcionalidad se convierte, pues, en la clave para el ejercicio legítimo de los "derechos especiales" estatales. Afirmando la sentencia objeto de comentario con innegable oportunidad y buen criterio que ese "principio de proporcionalidad" es de tal importancia que no sólo debe observarse en el ámbito de disponibilidad, antes indicado, por los Estados miembros, sino que es aplicable incluso en aquellos ámbitos en los que, habiendo sido objeto de armonización, el legislador comunitario haya dejado a los Estados miembros un cierto margen de apreciación. Exigiendo que las medidas adoptadas sean adecuadas para alcanzar los objetivos perseguidos, dado que el ejercicio de los "derechos especiales" estatales

---

(115) Actualmente artículo 49 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(116) Actualmente artículo 65 del texto consolidado del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

(117) Como ya precisó en STJCE de 23 de octubre de 2007, Comisión/Alemania, asunto C-112/05.

puede no ser adecuado para alcanzar los objetivos perseguidos cuando se dé ausencia de un vínculo entre los concretos criterios referidos a intereses generales (118) y aquellos derechos especiales.

El "principio de proporcionalidad" pertenece y se incardina entre los "principios generales" del ordenamiento comunitario, y con arreglo a él ha de medirse la legalidad de las facultades exorbitantes de intervención en el sistema económico de los Estados miembros. Por ello, afirma el Alto Tribunal comunitario, no se justifica la utilización de los "derechos especiales" para poder oponerse el Estado correspondiente a la mera adquisición de una acción, o paquete accionarial, que eleve la participación, en el capital social de una sociedad que opere en el sector estratégico o de servicio público, o a cualquier otra adquisición que confiera una influencia significativa sobre dicha sociedad, pues, en sí misma y por sí misma, no constituye una amenaza real o potencial y suficientemente grave para la seguridad del aprovisionamiento, u otro servicio público, correspondiente (119).

Se rechazan razonablemente por el Tribunal de Justicia comunitario las alegaciones de la parte demandada, que bien pudieran tacharse de catastrofistas o incluso apocalípticas, referentes a "la eventualidad de que un operador extranjero vinculado a una organización terrorista tratara de adquirir participaciones importantes en sociedades nacionales en un ámbito estratégico" o a "la posibilidad de que una sociedad extranjera que controlase redes internacionales de transmisión de energía y que hubiera utilizado esa posición en el pasado para causar graves dificultades de aprovisionamiento a los países limítrofes, adquiriera acciones de una sociedad nacional". La desestimación de semejantes alegatos la motiva el Alto Tribunal comunitario en que se traban de meras elucubraciones, faltas de indicios concretos o circunstanciados, o de cualquier objetivación sobre su posible, o al menos eventual, actualización (120).

Precisa el Tribunal de Justicia en la sentencia objeto de comentario que, en el supuesto en que los "derechos especiales" estatales (con los "poderes de intervención" que conllevan de un Estado miembro) no se hallasen sujetos a ninguna condición, (incluso cuando contravinieren una genérica referencia a la protección de los intereses nacionales, formulada de manera más o menos imprecisa y sin concretar las circunstancias específicas y objetivas en las que puedan y deban ejercerse tales poderes), considerados en su mera potencialidad de actualización y, por supuesto, su actuación, entrañarían la potencialidad o la realidad de una grave vulneración de las libertades fundamentales comunitarias.

---

(118) En el caso objeto de atención, referidos al aprovisionamiento mínimo de recursos energéticos y de bienes esenciales para la colectividad, la continuidad del servicio público, la seguridad de las instalaciones utilizadas en el marco de servicios públicos esenciales, la defensa nacional, la protección del orden público y de la seguridad y las urgencias sanitarias.

(119) En el mismo sentido que se pronunció en la STJCE de 17 de julio de 2008, Comisión/España, asunto C-463/00.

(120) Alegaciones efectuadas por la parte demandada en el acto de la vista.

En el asunto objeto de atención resultaba que aunque los criterios habilitantes del ejercicio de los derechos especiales del Estado se referían a diferentes tipos de intereses generales, resultaba que estaban formulados, efectivamente, de manera evanescente, general e imprecisa. Añadiéndose a ello la ausencia de un vínculo de necesaria causalidad entre aquellos criterios y los derechos especiales aludidos, lo cual aumentaba la incertidumbre que rodeaba a las circunstancias en las que podían ejercerse, confiriendo un carácter discrecional a tales derechos, habida cuenta del margen de apreciación del que disponían las autoridades nacionales para ejercitarlos, que de esa manera resultaban desproporcionados en relación con los objetivos perseguidos.

En relación al ejercicio del "derecho especial de veto" del Estado respecto de decisiones relativas a la disolución, el traspaso, la fusión, la escisión, la transferencia de la sede social al extranjero, la modificación del objeto social y a las modificaciones de los estatutos que suprimiesen o alterasen los "derechos especiales" estatales, precisa el Tribunal de Justicia, en la sentencia objeto de comentario, que podían afectar tanto a aspectos estructurales como a aspectos importantes o relevantes de la gestión de las empresas privatizada, siendo posible que esas decisiones, en cuanto referidas a la propia esencia de las mencionadas sociedades, afectasen en particular a la continuidad del servicio público o al mantenimiento del aprovisionamiento nacional mínimo de bienes esenciales para la colectividad. Esto es, no podía obviarse la existencia de un vínculo entre aquellos intereses y el derecho especial de veto antes aludido [121].

---

[121] Indica el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en las conclusiones 83 y 84, de las presentadas el 6 de noviembre de 2008, en el asunto C-326/07 objeto de comentario, que si bien aquel derecho de veto "parece adecuado para lograr el fin perseguido, ya que, por ejemplo, la disolución de la empresa y su cambio de objeto social son susceptibles de interrumpir la seguridad del aprovisionamiento energético y/o la prestación de otros servicios públicos, en contra del interés legítimo y vital del Estado miembro, comprometido con el nivel de bienestar de sus ciudadanos", sin embargo, continúa señalando el ilustre miembro del Alto Tribunal comunitario, puede dudarse "sobre su necesidad, ya que hay soluciones menos gravosas para el funcionamiento del mercado común, que dotan de mayor previsibilidad a los actos de los inversores extranjeros: (...) en concreto, en que el Estado (...) conservara una minoría de bloqueo en las sociedades en las que estimara conveniente mantener su presencia". Cuestionable parece la opinión de aquel Abogado General, expuesta en la correlativa conclusión 86, según la cual "en este contexto, y siempre que no se abuse, guardar un paquete de títulos valores suficiente para enervar todo intento de someter a las sociedades que prestan servicios públicos a un acuerdo social con el alcance de los aquí controvertidos tiene la indudable ventaja de ajustar los intereses generales que busca la normativa administrativa correspondiente al molde del derecho nacional de sociedades, sin infringir el comunitario. En la práctica totalidad de los casos, además, tal solución no significa ningún coste añadido para el Estado, ya que no se trata de adquirir un volumen concreto de capital, sino de que, por las peculiaridades de tales compañías, hasta hace bien poco bajo control absoluto del Gobierno, las autoridades públicas se desprendan únicamente de la cantidad idónea para seguir rigiendo el destino de esas empresas". Por el contrario parece irreprochable la opinión del mismo Abogado General, expuesta en su conclusión 87, según la cual "por lo demás, como es legítimo que el Estado se sienta obligado a controlar la continuidad y la estabilidad del suministro y de la prestación de servicios públicos, nada le impide dotar a los entes reguladores del mercado energético, del de telecomunicaciones y del de otros ámbitos con las facultades para velar, por ejemplo, por que la disolución de una sociedad eléctrica, que entrañaría la desaparición de un proveedor de tan importantes bienes o servicios, no afecte a los ciudadanos".

Pero ello, apostilla la misma sentencia que se comenta acertadamente, no justifica que las circunstancias en las que se pueda ejercer ese derecho de veto sean imprecisas [122], pues ello permitiría incidir en un ejercicio desproporcionado de ese "derecho especial". Al propio tiempo, dado que en la normativa nacional *a quo* no se precisaban las circunstancias concretas que permitían ejercer el derecho de veto en cuestión, los inversores no podían saber cuándo podría aplicarse ese derecho ese veto, circunstancia determinante de que finalmente se considerase, en la sentencia objeto de comentario, que las situaciones que permitían ejercer el derecho de veto eran potencialmente numerosas, indeterminadas e indeterminables, dejando un amplio y "desproporcionado" poder de apreciación a las autoridades estatales.

El mero hecho de que la norma nacional establezca que los "derechos especiales" deban ejercerse únicamente de conformidad con el Derecho comunitario no significa que el ejercicio de esos criterios sea compatible con ese Derecho, afirma el Tribunal de Justicia. En efecto, el carácter general y abstracto de los criterios establecidos para el ejercicio de los "derechos especiales" no garantiza, con seguridad, que el ejercicio de esos "derechos especiales" vaya a efectuarse conforme a las exigencias del Derecho comunitario.

Tampoco la circunstancia de que el ejercicio de los derechos especiales pueda someterse al control del juez nacional constituye garantía suficiente del cumplimiento de las exigencias dimanantes del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, pues aun siendo necesario ese control jurisdiccional para la protección de las personas en lo que respecta a la aplicación de las normas sobre las libertades fundamentales comunitarias, no bastaría por sí misma, sin embargo, para solucionar la posible incompatibilidad de tales normas con los criterios de aplicación de los "derechos especiales" tan genérica o evanescentemente circunstanciados.

Cuando de intereses generales (tales como garantizar el suministro de petróleo, de las telecomunicaciones o de la electricidad) se trata, en particular en caso de crisis, tiene declarado la jurisprudencia comunitaria que la actualización del evento crítico, o la posibilidad de su concurrencia inminente, puede constituir una razón de seguridad pública justificativa de la limitación de cualquier libertad fundamental. No obstante, precisa la misma jurisprudencia y recuerda la sentencia objeto de comentario, que si bien, esencialmente, los Estados miembros gozan de libertad para definir, con arreglo a sus necesidades nacionales, las exigencias de orden público y de seguridad pública,

---

(122) Recuerda el Tribunal de Justicia que en su sentencia de 4 de junio de 2002, Comisión/Francia, asunto C-483/99, y en relación con un derecho a oponerse a determinadas decisiones de enajenación o de pignoración de los activos de sociedades que operaban en el ámbito petrolero, ya declaró que, dado que el ejercicio de ese derecho no estaba sometido a ninguna condición que limitara el poder discrecional del ministro sobre el control de la identidad de los titulares de los activos de esas sociedades, el régimen en cuestión iba más allá de lo que resultaba necesario para alcanzar el objetivo invocado, a saber, prevenir cualquier deterioro del abastecimiento mínimo de productos petrolíferos en caso de amenaza real, precisando que, dada la ausencia de criterios objetivos y precisos en la estructura de dicho régimen, la normativa controvertida era "desproporcionada" en relación con el objetivo indicado.

dado que tales exigencias constituyen excepciones a una libertad fundamental, deben interpretarse en sentido estricto, de manera que su alcance no puede ser determinado unilateralmente por cada Estado miembro sin control de las instituciones de la Comunidad Europea. De tal manera que el orden público y la seguridad pública sólo pueden invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad (123).

La norma nacional que admita o establezca "derechos especiales" del Estado, afirma razonablemente la sentencia objeto de comentario, ha de contener precisiones concretas sobre las circunstancias en las que pueden ejercitarse esos derechos, de modo que no puede admitirse el señalamiento de criterios de aplicación o ejercicio de los citados derechos que no se apoyen en requisitos objetivos y controlables, sin que el hecho de que pueda someterse al control de un juez nacional haga compatible aquella indeterminación con el Derecho comunitario.

V. CONCLUSIONES

Los "derechos especiales" de los poderes públicos en las grandes empresas privatizadas (las cuales ordinariamente asumen la forma de sociedades cotizadas), que operan en sectores estratégicos o de servicio público, en el ámbito de la Unión Europea, constituyen normativas de intervención en dichas sociedades, en las que resultan equidistantes tanto de la intervención legislativa en la ordenación de la economía y de las facultades atribuidas a organismos y entidades reguladores o supervisores, como la participación del Estado como accionista con exorbitantes privilegios en las sociedades privatizadas que actúan en sectores esenciales para la economía nacional.

Solamente si se ajustan a las exigencias que, para su establecimiento y actualización derivan de la sentencia objeto de comentario, puede afirmarse que se adecuan al pensamiento liberal y democrático, distanciándose tanto del proscrito, periódicamente renacido, "Leviatan hobbesiano", como del no menos denostado "Estado-mercado". En la medida en que en la configuración y ejercicio de tales "derechos especiales" se respeten y cumplan los requisitos que marca la sentencia comentada, servirán a los intereses generales, a la seguridad pública y al desarrollo social y económico de la Unión Europea, por cuanto serán respetuosos con las libertades fundamentales comunitarias, específicamente, con la cardinal libertad de establecimiento y la no menos básica libertad de circulación de capitales. En otro caso constituirán instrumento de opresión y totalitarismo, incompatibles con la civilización del siglo XXI y con la cultura jurídica europea.

---

(123) SSTJCE de 9 de marzo de 2000, Comisión/Bélgica, asunto C-355/98, de 14 de marzo de 2000, Église de scientologie, asunto C-54/99, y de 17 de julio de 2008, Comisión/España, asunto C-463/00.

La sentencia objeto de comentario se centra en dos tipos paradigmáticos o ejemplares de "derechos especiales" estatales, el de "oposición" a las adquisiciones de determinados porcentajes del capital de aquellas empresas (sociedades) privatizadas y de pacto entre accionistas relevantes, y el de "veto" a concretas operaciones estructurales en tales empresas (sociedades). La admisibilidad de ambos se basa fundamentalmente en el respeto, en su establecimiento y régimen de ejercicio, al "principio de proporcionalidad" (principio general del ordenamiento comunitario y trasunto de racionalidad), estableciendo, además, la propia sentencia los parámetros definidores de la que al respecto podría considerarse "proporcionalidad áurea".

RESPONSABILIDAD BANCARIA POR ROBO DEL CONTENIDO DE UNA CAJA DE SEGURIDAD

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1.ª) núm. 985/2008, de 4 de noviembre (1)

NEMESIO VARA DE PAZ

Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

El trabajo aborda la responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad. Con carácter previo, es preciso dar una definición del contrato de cajas de seguridad, examinar su naturaleza jurídica, el régimen jurídico aplicable, así como su contenido.

En relación a la responsabilidad bancaria, se estudia la aplicación de la normativa general sobre obligaciones y contratos, la aplicación analógica de la normativa del contrato de depósito y el alcance de la normativa convencional y las posibles cláusulas de exoneración o limitación de responsabilidad.

El problema más grave se refiere a quién debe probar la preexistencia de los objetos contenidos en la caja y su valoración en el momento de producirse el evento dañoso, a los efectos de poder exigir indemnización por los daños sufridos en dichos objetos.

Se termina haciendo una breve referencia a la cobertura de los daños mediante póliza de seguros.

Palabras clave: *Cajas de seguridad, Naturaleza jurídica, Régimen jurídico aplicable, Cláusulas de exoneración o Limitación de responsabilidad, Prueba del contenido de la caja, Póliza de seguro.*

ABSTRACT

The paper addresses the bank's liability by the theft of the content of a safe-deposit box. Prior, we will provide a definition of the safe-deposit boxes contract and further, we will analyze its legal nature, the applicable legal regime and the content of the contract itself.

Regarding bank's liability we will study the aplication of the general rules on obligations and contracts, the analog implementation of the legal regime of the deposit contract and the scope of the conventional rules and any clauses of exemption or limitation of liability.

The most serious problem concerns to who must prove the preexistence of those objects contained in the box and their valuation at the time of the harmful event, in order to claim compensation for the damages suffered in such objetcs.

Finally, we will address a brief reference to the coverage of damages through the insurance policy.

Key words: *Safe-deposit boxes, Legal nature, Applicable legal regime, Clauses of exemption or limitation of liability, Prove of safe-deposit box content, Insurance policy.*

---

(1) Ponente: Exmo. Sr. Antonio Gullón Ballesteros (RJ 2008\5890).

Esta sentencia ha sido comentada por Isabel VIOLA DEMESTRE en *CCJC*, 80, mayo/agosto 2009, pp. 871 y ss. Después de haber sido entregado a la imprenta este trabajo, se ha publicado otro comentario a esta sentencia por Francisco GONZÁLEZ CASTILLA, en *RDM*, 273, 2009, pp. 1194 y ss.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

El supuesto de hecho de esta sentencia es el robo de lo depositado en una caja de seguridad de un Banco. A los efectos de poder probar el valor de lo contenido en dicha caja de seguridad, se admite la aplicación analógica del artículo 1769 del Código Civil sobre depósito cerrado y sellado.

En la sentencia se señala que el artículo 1769 del Código Civil establece una presunción *iuris tantum* en favor del valor declarado por el titular de la caja, presunción que puede ser destruida si se estiman las alegaciones del Banco contrarias a la preexistencia de los objetos en la caja de seguridad antes de su robo. Esto es lo que sucedió, según la sentencia, en el presente supuesto de hecho, lo que le lleva a rechazar la reclamación de cantidad por daños formulada por la actora, como titular de la caja.

La argumentación que el TS despliega para llegar a tal solución, le exige tratar previamente, en los Fundamentos de Derecho, algunos de los capítulos fundamentales que tradicionalmente han venido siendo abordados en el análisis de las cajas de seguridad. Particularmente, hace referencia, en relación con el contrato de cajas de seguridad, a su naturaleza jurídica, régimen jurídico aplicable, contenido y responsabilidad.

En este sentido, en primer lugar, aborda la naturaleza jurídica del contrato bancario denominado alquiler de cajas de seguridad. No duda en calificarlo de contrato atípico: "La naturaleza jurídica del contrato bancario denominado de alquiler de cajas de seguridad no es la de depósito en su variedad de depósito cerrado, sino la de un contrato atípico, surgido de la conjunción de prestaciones del arriendo de cosas y de depósito, en el que la finalidad pretendida por el cliente no es el mero goce de la cosa arrendada, sino el de la custodia y seguridad de lo que se guarda en la caja, que se consigue de una forma indirecta, a través del cumplimiento por el banco de una prestación consistente en la vigilancia de la misma y de su integridad a cambio de una remuneración. La entidad bancaria no asume la custodia de ese contenido, sino del daño que la ruptura, sustracción o pérdida de la caja pueda ocasionar al cliente [...] El contrato litigioso, en suma, tiene una causa mixta".

En relación al régimen jurídico aplicable, la sentencia considera que "debe ser el de la aplicación ante todo de las reglas imperativas de la normativa sobre obligaciones y contratos en general; subsidiariamente el de las estipulaciones de las partes en lo que no traspasen los límites de la autonomía de la voluntad; y finalmente se han de aplicar las normas del contrato típico que forman parte del contenido del atípico en cuestión, siempre que no pugne con la finalidad perseguida mediante la celebración de este último contrato".

Respecto del contenido del contrato, la sentencia destaca especialmente "el deber de vigilancia y conservación de lo que se entrega por el cliente, a cargo del Banco, a través de la caja que la entidad bancaria pone a su disposición, que no es propio de las obligaciones del arrendador".

Finalmente, en materia de responsabilidad, hay que detenerse en dos pasajes de la sentencia que comentamos.

En el primero de ellos, se entiende acertado aplicar por analogía las normas del depósito cerrado: "El incumplimiento imputable al Banco de su prestación es evidente que desencadena la obligación de reparar el daño si desaparece el contenido de la caja total o parcialmente. No hay inconveniente en aplicar a la situación creada las normas del depósito, en este caso del cerrado, por su analogía clara. En realidad, en el llamado alquiler de la caja de seguridad, se entrega al Banco para su custodia, con todo lo que contiene. Ciertamente que no existe depósito de cosas porque al Banco no se le entregan las mismas para su depósito, pero ha de conservar y custodiar la caja que usa y entrega el cliente, lo mismo que, por imperativo del artículo 1769 del Código Civil (LEG 1889, 27), ha de conservar el depositario el sobre cerrado y sellado en que se contienen las cosas, no estas mismas. Su custodia y conservación se efectúa, tanto en un caso, como en otro, de una forma indirecta, a través de la caja de seguridad o del sobre cerrado y sellado".

En segundo lugar, partiendo de la anterior premisa, aplica el artículo 1769, prfo. 3.º, en materia de prueba del contenido de la caja. En base a ese precepto, la sentencia señala que "el depositante será creído en cuanto al valor de los objetos depositados, salvo prueba en

contrario [...] La prueba contraria a la declaración del depositante no consistirá en la inmensa mayoría de los casos más que en la aportación de indicios sobre los que fundamentar la presunción de que no es verdadera la declaración. En el caso de autos, los indicios aportados por el Banco demandante han de considerarse sólidos para dejar de dar credibilidad a la declaración por la actora del valor de lo depositado, pues la misma no va acompañada de ningún indicio de propiedad sobre las joyas y objetos preciosos desaparecidos. Sólo se remite a que han sido heredados, y a la tradición de que pasan de madre a hija, pero, repetimos, sin el más mínimo indicio de su adquisición. Por ello son creíbles las alegaciones contrarias a la preexistencia de los objetos en la caja de seguridad antes de su robo, y por ende a su valor, que formuló la entidad bancaria demandada, y que la sentencia recurrida acogió".

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. NATURALEZA JURÍDICA.
III. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE.
IV. CONTENIDO.
V RESPONSABILIDAD.

1. Aplicación de la normativa general sobre obligaciones y contratos.
2. La aplicación analógica de la normativa del contrato de depósito.
3. El alcance de la normativa convencional y las posibles cláusulas de exoneración o limitación de responsabilidad.
4. La prueba del contenido de la caja y de su valoración.
5. La cobertura de los daños mediante póliza de seguro.

I. INTRODUCCIÓN

Puesto que el análisis que vamos a hacer se refiere a la responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad, nos parece conveniente, en este capítulo introductorio, dar una definición descriptiva del comúnmente llamado contrato de alquiler de cajas de seguridad. Posteriormente, a modo de complementación de dicha definición, nos referiremos a la función económica de dicho contrato. Finalmente, aludiremos brevemente al perfil que presenta el contenido de los epígrafes y al sentido de la sistemática utilizada.

Mediante el contrato de cajas de seguridad un Banco [2] ofrece el uso de una caja, que se contiene en la cámara acorazada de la entidad, para que el cliente pueda introducir en ella una cosa u objeto, normalmente de valor [3]. A cambio de una remuneración del cliente, el Banco, además de ceder el uso de la caja, se obliga a custodiarla para que, en definitiva, los objetos en ella contenidos no se deterioren o desaparezcan.

El concepto descriptivo anteriormente expuesto queda mejor referido si sobre él vertimos una breve indicación de su función económica, cifrada en la utilidad que tiene para cada parte contratante. Como hemos indicado, el Banco recibe a cambio una remuneración que, se ha dicho, apenas llegará para cubrir los gastos de mantenimiento

---

[2] En realidad, en el texto simplificamos, ya que puede realizar "el alquiler de cajas de seguridad" cualquier entidad de crédito. *Vid.* VARA DE PAZ, N.: "Las cajas de seguridad", en *Instituciones del Mercado Financiero,* vol. III, dirs. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas, Madrid, 1999, p. 1383. GONZÁLEZ CASTILLA, F.: "El alquiler de cajas de seguridad", en *Contratos mercantiles,* vol. I, dirs. Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano y María Ángeles Calzada Conde, Cizur Menor (Navarra), 2007, pp. 1016 y 1023. VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2008, p. 1130. VALENZUELA GARACH, F.J., en Jiménez Sánchez, G.J.: *Derecho Mercantil. IV. Títulos-Valores. V. Obligaciones y contratos mercantiles. VI. Derecho concursal y mercantil y VII. Derecho de la navegación*, Barcelona, 2008, p. 560, entiende que su reflejo normativo como actividad propia de las entidades de crédito aparece, en nuestro derecho positivo vigente, en el artículo 52.n) de la LDIEC, referido al "alquiler de cajas de seguridad".

Por razones de operatividad material son las entidades de crédito quienes vienen realizando esta prestación, si bien podría ser realizada en teoría por cualquier tipo de empresario. *Vid.* ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid-Barcelona, 2005, p. 748, que considera que si bien puede formar parte del objeto de la actividad de cualquier empresario, es cierto que sólo las grandes entidades de crédito disponen de los locales y medios de seguridad requeridos para prestar este servicio. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, Cizur Menor (Navarra), 2007, pp. 93, 251 y 257 a 259, señala que, atendiendo a la realidad práctica del sector así como a alguna norma aplicable a las empresas de seguridad, hay que identificar al prestador del servicio con una entidad de crédito, si bien desde un punto de vista teórico no existe exclusividad alguna a favor de las entidades de crédito. Sin embargo, en MEMENTO PRÁCTICO FRANCIS LEFEBVRE: "Contratos mercantiles 2006-2007", p. 744, después de señalarse que se trata de una operación o servicio bancario, se indica que comienza a ser frecuente la prestación del mismo servicio por compañías de carácter no bancario (compañías de seguridad). Posiblemente se esté haciendo referencia no a lo que sucede en nuestro país, sino en algún otro país extranjero.

[3] No es verdad la afirmación que, en ocasiones, se hace, de que los objetos que se guarden en la caja de seguridad han de ser cosas de valor. Esta limitación del contenido iría en contra de lo que es un rasgo esencial del contrato, el secreto que ampara, en principio, a lo que el cliente quiera depositar en la caja. Difícilmente se puede mantener, con carácter general, la licitud del control del contenido en un contrato donde dicho contenido es desconocido por la entidad, máxime si tenemos en cuenta que el contrato mantiene su vigencia aunque el cliente no utilice la caja. *Vid.* ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado Financiero*, cit., p. 749.

Otra consideración ha de tener la afirmación de que los objetos que se guardan en especiales condiciones de seguridad sean objetos de valor, bien material o incluso espiritual. En este sentido ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, t. I, dirs. Francisco Javier Orduña Moreno y Jorge L. Tomillo Urbina, Valencia, 2001, p. 275. IDEM, *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 87 y 88, donde ya se señala que se puede introducir cualquier clase de objeto, si bien se sigue exigiendo que tenga "importancia" para el cliente. A nuestro juicio, por las razones más arriba expuestas, entendemos que el objeto que se puede introducir en la caja puede carecer tanto de valor material como espiritual.

del servicio. En cualquier caso, a través de este contrato, la entidad podrá ampliar el ámbito de las operaciones bancarias con la antigua clientela y también puede ser un reclamo para captar nuevos clientes.

Para el cliente la finalidad de este contrato es guardar en lugar seguro y secreto determinados objetos, como consecuencia de la custodia a la que se obliga el Banco. En efecto, en principio es un secreto del cliente, ya que sólo él conoce lo que se contiene en la caja. Ahora bien, como el Banco se puede reservar el derecho de inspección del contenido de la caja, para asegurarse de que no se han introducido objetos distintos de los permitidos (4), podemos decir que, en este caso, se trata de un secreto mitigado o compartido por el cliente y el Banco.

Finalmente, creemos que merece una explicación por qué se desarrollan los epígrafes que se contienen en el índice y no otros, como pudiera ser la perfección del contrato. La explicación es que, dejando a salvo el correspondiente a la cobertura de los daños mediante póliza de seguro, sólo los referidos en el sumario son los abordados por la sentencia. Por otro lado, el contenido de tales epígrafes viene modelado por el objeto de nuestro estudio, esto es, la responsabilidad bancaria por el robo del contenido de una caja de seguridad. Lo anterior significa que, por ejemplo, al estudiar el contenido del contrato o la responsabilidad bancaria, hemos de ceñirnos a aquello que en esos puntos viene derivado de la obligación de custodia, cuyo incumplimiento da lugar a la responsabilidad por robo.

II. NATURALEZA JURÍDICA

Para determinar la naturaleza de un determinado contrato, hay que examinar su contenido. Si el conjunto de derechos y obligaciones que derivan de la figura en cuestión coinciden con los de un contrato ya regulado, el contrato es típico. Si, por el contrario, ese conjunto de derechos y obligaciones no se corresponde con ninguna de las figuras reguladas, el contrato es atípico.

Lo anterior justifica que el tratamiento de la naturaleza jurídica del contrato se haga después del estudio de su contenido (5). No obstante, tampoco es incorrecto proceder previamente a adelantar cuál es la naturaleza jurídica de la figura, sintetizando lo que del contenido del contrato interesa a tal efecto, y estudiar más adelante de forma pormenorizada y completa el capítulo relativo al contenido del contrato. Este último es el camino que se seguirá aquí.

En efecto, analizada la figura, sin mayores dificultades, se detecta que en el contrato de cajas de seguridad hay dos obligaciones fundamentales que son la de

---

(4) Sobre el derecho de inspección, *vid.* GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1208.

(5) Así lo hace MARTÍNEZ ROSADO, J.: "El servicio de alquiler de cajas de seguridad", en Sequeira, A., Gadea, E., Sacristán, F.: *La contratación bancaria*, Madrid, 2007, pp. 1397 y ss.

custodia y la obligación de ceder el uso de una caja de seguridad (6), y por ahí se ha pensado que podíamos estar ante un contrato de depósito o arrendamiento (7), soluciones ambas que han llegado a defenderse. Hoy día, como luego veremos, creemos que de forma mayoritaria se entiende que no es ni lo uno ni lo otro.

Para llegar a la conclusión de que no es un contrato de depósito se examina lo que podríamos denominar su contenido más esencial, esto es, la obligación de custodia, y se pone de manifiesto que, si bien en el contrato de cajas de seguridad existe esta obligación, no coincide con la del depósito y, en definitiva, que las prestaciones que derivan de esa obligación en uno y otro contrato no son prestaciones idénticas, sino análogas, y de ahí que se llegue a la conclusión de que el contrato de cajas de seguridad no es un contrato de depósito. En esencia, el razonamiento es el que a continuación se expone. La obligación de custodia del Banco es análoga pero no equivalente a la que deriva del contrato de depósito (8) porque no tiene por objeto directo las cosas que se introducen en la caja, sino los locales, en su caso, la cámara acorazada y la vigilancia de la integridad externa de la caja. Sólo indirectamente esta obligación de custodia se proyecta sobre los objetos que, en su caso, estén introducidos en la caja. Esto se debe a que, al contrario de lo que sucede en el contrato de depósito, el Banco no recibe del cliente directamente los objetos y, por tanto, en principio, ni los conoce ni los tiene que devolver (9). Luego mal puede custodiar directamente aquello que no ha recibido y, por tanto, de lo que no tiene conocimiento.

Se descarta que el contrato de cajas de seguridad encaje en la figura del contrato de arrendamiento de cosas porque en este último contrato la obligación del arrendador

---

(6) Nótese que ambas son obligaciones del Banco. La obligación del cliente de pagar el precio tiene carácter neutro a los efectos de determinar la naturaleza jurídica del contrato.

(7) Hoy día siguen defendiendo que el contrato de cajas de seguridad es un contrato de arrendamiento SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. II, Madrid, 2008, p. 442, que entienden que es un contrato de arrendamiento al que se añaden ciertos elementos del depósito. BROSETA PONT, M., y MARTÍNEZ SANZ, F.: *Manual de Derecho Mercantil*, vol. II, Madrid, 2008, p. 269. En el mismo sentido, en sus correspondientes monografías, GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, E.: *Régimen jurídico del servicio bancario de cajas de seguridad*, Granada, 1997, p. 67. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 212 y ss., entiende que es un arrendamiento complejo.

(8) Artículos 1758 y 1766 del Código Civil y 305 y 306 del Código de Comercio.

(9) Esta afirmación es válida para el llamado depósito cerrado (artículo 1769 del Código Civil), ya que, al igual que sucede en el depósito en general, también existe aquí la obligación de entrega del depositante y la obligación de devolución de lo entregado del depositario. La especialidad de este contrato de depósito cerrado, en relación con el depósito en general, es que el depositario aquí no conoce las cosas que hay en el recipiente que se le entrega y, por tanto, la obligación de devolución del depositario tiene por objeto el continente y no el contenido. En consecuencia, la obligación de custodia en este depósito especial tampoco recae directamente sobre los objetos contenidos en el recipiente.

Lo que diferencia el contrato de depósito cerrado del contrato de cajas de seguridad está precisamente en las similitudes que presenta con el contrato de depósito en general, esto es, que en el contrato de depósito cerrado hay obligación de entrega del depositante y obligación de devolución del depositario, mientras que en el contrato de cajas de seguridad esas obligaciones no existen, puesto que es el cliente del Banco quien introduce y saca los objetos de la caja.

de dar al arrendatario el goce o uso de una cosa [10] presentaría unas características distintas a las que presenta esa misma obligación en el contrato de cajas de seguridad. En efecto, se entiende que la prestación que deriva de esta obligación en el contrato de arrendamiento, aunque es semejante o análoga a la que se da en el contrato de cajas de seguridad, no es idéntica en ambos contratos y, en consecuencia, el contrato de cajas de seguridad no es un arrendamiento de cosas.

El razonamiento es el que exponemos a continuación. Se entiende que en el arrendamiento de cosas el arrendatario está en posesión de la cosa que utiliza, mientras que en el contrato de cajas de seguridad el cliente no está en posesión de la caja cuyo goce y uso le ha sido dado por el Banco.

También se indica que, en el contrato de arrendamiento, el uso de la cosa por el arrendatario no está sujeto a tantas limitaciones como tiene el cliente del Banco en el uso de la caja de seguridad, ya que, en este último caso, el uso de la caja está supeditado a una intervención constante del Banco, exigiendo la identificación del legitimado para acceder a ella (contraseña, contraste de firmas, códigos digitales, claves personalizadas) o facilitándole al cliente la segunda llave o tarjeta, sin la que no es posible hacer uso de la caja de seguridad [11].

Por otra parte, no se deja de destacar que nada tienen que ver los tenues deberes de cuidado y conservación del arrendador sobre la cosa arrendada con la fuerte obligación de custodia que le incumbe al Banco en el contrato de cajas de seguridad. En este sentido, se señala en la sentencia que comentamos que el deber de vigilancia y conservación de lo que se entrega por el cliente, a cargo del Banco, a través de la caja que la entidad bancaria pone a su disposición, no es propio de las obligaciones del arrendador.

Llegados a este punto, se sale del atasco reconociendo que el contrato de cajas de seguridad es un contrato atípico, esto es, un contrato que no se puede identificar con ninguno de los contratos tipificados en el derecho vigente. En consecuencia, la causa de este nuevo contrato también es distinta y única. Precisamente, aunque el contenido del contrato es semejante, en parte, al contrato de depósito y arrendamiento, aun esa parte

---

Las semejanzas que presenta el contrato de depósito cerrado con el contrato de cajas de seguridad tienen que ver, precisamente con las diferencias que presenta aquél con el contrato de depósito en general. Esto es, que, en ambos casos, el depositario no tiene conocimiento directo de los objetos introducidos y que la custodia tampoco recae directamente sobre esos objetos, sino sobre el recipiente que los contiene. *Vid.* Fundamento de Derecho Primero de la sentencia que analizamos. *Vid.* VARA DE PAZ, N.: "El contrato de cajas de seguridad", *RDBB*, 61, 1996, p. 203. GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, E.: *Régimen jurídico del servicio bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 36. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 398.

[10] Artículo 1543 del Código Civil.

[11] ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., p. 296. ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado financiero*, cit., p. 749. VALENZUELA GARACH, F. J., en Jiménez Sánchez, G.J.: *Derecho Mercantil...*, cit., p. 560. Con un planteamiento distinto, *vid.* GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 2007.

más próxima sigue siendo distinta porque viene modulada por una causa distinta y única que no coincide ni con la causa del depósito ni con la del contrato de arrendamiento.

Entendemos que hoy en día es predominante la consideración del contrato de cajas de seguridad como contrato atípico (12) y, en cualquier caso, ésta es también la solución que se da en la sentencia que ahora es objeto de nuestro estudio, al señalar que el contrato bancario denominado alquiler de cajas de seguridad no es un depósito en su variedad de depósito cerrado, sino un contrato atípico con causa mixta (13).

III. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE

En su regulación pueden entrar en juego cinco bloques normativos distintos: la "normativa" convencional, la normativa general sobre obligaciones y contratos, la normativa de los contratos más próximos que puede resultar aplicable por analogía, la normativa sobre protección de consumidores y, finalmente, la normativa que regula las condiciones generales de la contratación.

En efecto, el contrato de cajas de seguridad se regula por la normativa convencional nacida del acuerdo entre las partes, siempre que respete los límites de la autonomía de la voluntad: la ley, la moral y el orden público (artículo 1255 del Código Civil), la buena fe (artículo 7 del Código Civil) y que no vaya contra la causa o fin del contrato (14).

La ley que se impone a la autonomía de la voluntad es, en principio, la ley imperativa. En este sentido, son normas imperativas, por ejemplo, dentro del régimen general de obligaciones y contratos, el artículo 1102 del Código Civil y también las normas contenidas en el régimen general de las condiciones generales de la contratación y las normas sobre protección de los consumidores y usuarios.

También regula el contrato de cajas de seguridad el régimen general de obligaciones y contratos. Primero se aplicaría el régimen general de obligaciones y contratos mercantiles (15), por ser el contrato de cajas de seguridad un contrato mercantil (16), y,

---

(12) QUICIOS MOLINA, M.S.: *El contrato bancario de caja de seguridad,* Elcano (Navarra), 1999, pp. 100 y ss.

(13) VIOLA DEMESTRE, I.: "Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de noviembre de 2008", en *CCJC*, 80, mayo/agosto 2009, p. 881. Indica que la consideración del contrato de caja de seguridad como contrato atípico es la postura que adopta por primera vez el Tribunal Supremo en la sentencia objeto del presente comentario.

(14) ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., p. 291. GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1020.

(15) Artículos 50 a 63 y 942 del Código de Comercio.

(16) Sin mayores análisis, en ocasiones, se entiende que es mercantil por ser un contrato de empresa. Por el contrario, no consideramos acertada la afirmación que considera que el contrato de cajas de seguridad sólo deba reputarse mercantil cuando cumpla los requisitos del depósito mercantil que

luego, el régimen general de obligaciones y contratos civiles (17). Si bien este orden lógico, en la práctica, se invierte por la poca presencia de normas de carácter mercantil y desde luego se invierte en lo que nos concierne, esto es en materia de responsabilidad.

También pueden regular el contrato de cajas de seguridad algunas de las normas del contrato de arrendamiento y depósito que se aplican por analogía, en cuanto, como ya hemos visto, el contrato de cajas de seguridad no es ni un contrato de arrendamiento ni un contrato de depósito. En todo caso, la aplicación de estas normas que proceden de otros contratos típicos no podrá realizarse si dichas normas entran en contradicción con la causa o fin del negocio.

Como a nosotros nos interesan las normas que regulan la responsabilidad por incumplimiento de la obligación de custodia, podemos prescindir ahora de las normas civiles contenidas en el contrato de arrendamiento en materia de responsabilidad (18) y detenernos solamente en las normas que regulan esta materia en el contrato de depósito y, lógicamente, en primer lugar, en el contrato de depósito mercantil, por ser el contrato de cajas de seguridad un contrato mercantil.

La sistemática que seguimos, más adelante, en la exposición, no condiciona el orden de aplicación de la normativa referida.

Primero examinamos la normativa general sobre obligaciones y contratos. Algunas veces se entiende que es ésta precisamente la que primero se aplica, en detrimento

---

establece el artículo 303 del Código de Comercio y, en particular, que las "cosas depositadas sean objeto de comercio", de tal forma que, generalmente, debe reputarse civil, ya que se destina a guardar objetos y documentos de uso personal. *Vid.* VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2008, p. 130. La posición del autor es congruente con la naturaleza jurídica que atribuye al contrato, pues considera que es un contrato mixto o complejo, con naturaleza propia de los contratos típicos cuyas prestaciones incorpora: arrendamiento de cosa, de servicios y de depósito.

A nuestro juicio, el desenfoque de tal apreciación se debe a no tener en cuenta que el contrato de cajas de seguridad es sencillamente un contrato atípico con causa única, cuya mercantilidad no puede determinarse por los criterios utilizados para delimitar la mercantilidad de los contratos típicos cuyas prestaciones están presentes por analogía en el contrato de cajas de seguridad. Por esta razón entendemos que es un contrato mercantil por ser un acto "de naturaleza análoga" a los "actos de comercio" comprendidos en el Código de comercio (artículo 2, prfo. 2 del Código de Comercio), ya que hoy día el Derecho mercantil es el Derecho de la empresa, de modo que, si el acto tiene que ver con la actividad de la empresa, será un acto análogo a los actos de comercio comprendidos en el Código de Comercio y, por tanto, un acto mercantil. Para ser más claro, la analogía no se determina por relación a otros contratos mencionados y regulados en el Código de Comercio, sino utilizando el criterio de la empresa. En el mismo sentido ya GARCÍA VILLAVERDE, R.: "Introducción", en *Contratos Bancarios*, dir. Rafael García Villaverde, Madrid, 1992, p. 16. GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, E.: *Régimen jurídico del servicio bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 93. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 252 a 254. *Vid.* en sentido contrario, considerándolo un contrato civil, DÍEZ SOTO, C.M.: *El depósito profesional*, Barcelona, 1995, p. 125. QUICIOS MOLINA, M.ªS.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 108 a 112.

(17) Artículos 1088 a 1314 del Código Civil.

(18) Que derivan de la obligación del arrendador de mantener al arrendatario en el uso pacífico y exclusivo de la caja de seguridad y también de la obligación del arrendatario de disponer de esa misma caja, usándola con la diligencia de un buen padre de familia (artículos 1554 y 1555 del Código Civil).

de la normativa de los contratos que entra en aplicación por analogía, precisamente porque la normativa general de obligaciones y contratos entraría en aplicación directamente, mientras que la de los contratos análogos se aplicaría indirectamente por la vía de la analogía. Otras veces se ha defendido lo contrario y, por tanto, se aplicaría en primer lugar el régimen de los contratos análogos. Nosotros hemos optado por tratar, en primer lugar, la normativa general sobre obligaciones y contratos, porque en ella se contienen las reglas generales en materia de responsabilidad y porque quizás esa discusión sobre el orden de aplicación, al menos en nuestro caso, sea un tanto artificiosa, en cuanto el régimen de responsabilidad es único y se contiene en la normativa general sobre obligaciones y contratos, de tal forma que el régimen de responsabilidad derivado del contrato de depósito no es más que una aplicación de aquel régimen general, introduciendo algún matiz, en materia de culpa, que no desvirtúa las reglas generales y, eso sí, tal como veremos, alguna novedad en materia de prueba que pudiera ser de aplicación al contrato de cajas de seguridad.

En segundo lugar, en base a lo que acabamos de decir, se estudia la normativa del contrato de depósito mercantil y civil que, en su caso, pudiera ser de aplicación.

Posteriormente, en tercer lugar, se examina el alcance de la "normativa" convencional y las posibles cláusulas de limitación de responsabilidad, esto último muy conectado con el régimen general de condiciones generales de la contratación y el régimen general sobre consumidores. Por esta razón, estos dos bloques de normas tendrían que analizarse en el mismo epígrafe donde se estudia la "normativa" convencional.

IV. CONTENIDO

El contenido del contrato de cajas de seguridad lo conforman el conjunto de obligaciones que corresponden a cada una de las partes contratantes [19]. Como la responsabilidad por robo se deriva del incumplimiento de la obligación de custodia por parte del Banco, sólo esta obligación es la que nos afecta. Por esta razón prescindimos del análisis de las obligaciones que pueda tener el cliente y del resto de las obligaciones atribuidas al Banco.

La obligación de custodia del Banco, mediante la que se ofrece seguridad al cliente, tiene un doble perfil.

En efecto, en primer lugar, esa seguridad puede provenir de las exigencias que se derivan de la causa o fin del contrato o del reconocimiento que en éste haya hecho el Banco, en cuanto a que los materiales utilizados en la construcción de los establecimientos, oficinas, cámaras acorazadas y cajas de seguridad deben ser en sí mismos seguros para evitar los normales riesgos de fractura, incendio o inundación. Lógicamente, en última instancia, serán los jueces los que habrán de apreciar si se ha incumplido o no esta obligación, teniendo en cuenta si existen o no parámetros objetivos para evaluarla.

---

[19] No olvidemos que lo que para una de las partes son obligaciones son derechos para la otra.

El otro perfil de la obligación de custodia que asume el Banco es que debe reforzar la seguridad mediante la vigilancia debida de los establecimientos, oficinas, cámaras acorazadas y cajas de seguridad. Esto es, esta obligación de vigilancia no recae directamente sobre los objetos introducidos en la caja, cosa que, por lo demás, sería imposible si tenemos en cuenta que el Banco no tiene conocimiento de esos objetos, al ser introducidos y retirados de la caja personalmente por el cliente. Sólo indirectamente esa obligación de vigilancia se proyecta sobre los objetos introducidos en la caja.

Por otro lado, esta obligación de vigilancia se realiza mediante la instalación de dispositivos electrónicos o cualquier otra clase de dispositivo adecuado o, en su defecto, mediante la implantación del servicio de vigilantes de seguridad, todo ello, en su caso, en los términos previstos en las disposiciones legales vigentes (20). En este caso, el juez ve facilitada su labor de enjuiciamiento del cumplimiento de la obligación.

Es preciso hacer uso aquí de la distinción entre obligaciones de medio y obligaciones de resultado, a los efectos de incluir la obligación de custodia en alguno de esos supuestos (21).

Esa distinción aparece nítida sólo en aquellos contratos en que una de las partes se obliga a hacer una gestión o a conseguir un resultado. En el contrato de cajas de seguridad el Banco se obliga a mantener en lugar seguro y secreto los objetos incorporados en la caja de seguridad, pero no puede exonerarse de cualquier tipo de responsabilidad, a menos que pruebe la inexistencia de culpa por su parte, aunque los objetos introducidos en la caja no resulten dañados. Luego, en este sentido, se podría entender que ni es una obligación de medios en sentido estricto ni tampoco una obligación de resultado (22).

Parece que hay que partir del parecer mayoritario según el cual la obligación de custodia del Banco es una obligación de resultado (23), teniendo bien presente que en esta clase de obligaciones, aunque no se consiga el resultado, el deudor no es responsa-

---

(20) Principalmente el Real Decreto 2364/1994, de 9 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Seguridad Privada (artículos 119 a 126), que ha sufrido diversas modificaciones. Órdenes de 23 de abril de 1997 y Real Decreto de 20 de junio de 1997 sobre determinados aspectos en materia de medidas de seguridad. *Vid.* HUERTA VIESCA, M.ª I.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de cajas de seguridad,* Valencia, 2003, pp. 178 y 179.

(21) Dedica una atención especial y atinada a este temario ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 367 y ss.

(22) ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado Financiero*, cit., p. 749, entiende que la obligación de custodia es una obligación de medios y de resultado. QUICIOS MOLINA, M.ª S.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 168, entiende que la obligación de custodia en el contrato que estudiamos es una obligación de medios.

(23) Así lo entiende, por ejemplo, GARRIGUES, J.: *Contratos Bancarios*, Madrid, 1958, p. 467. YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad contractual y extracontractual*, Madrid, 2001, p. 129. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 380, 381 y 416 y ss.

ble, como sucede con carácter general, si el incumplimiento no le es imputable [24]. En realidad, la consecuencia jurídica fundamental que se deriva de esa distinción entre obligaciones de medio y obligaciones de resultado se proyecta en materia de la carga de la prueba de la culpa cuando se exija responsabilidad por daños como consecuencia de un incumplimiento, en nuestro caso, de la obligación de custodia y, aún en este supuesto, las diferencias, posiblemente, no modifiquen los principios generales [25].

Finalmente, dentro de este epígrafe relativo al contenido del contrato, debe hacerse referencia a una última cuestión que aparece recogida en el Derecho italiano y también en algunos formularios del contrato de cajas de seguridad en nuestro país. Es la relativa a si el Banco debe trasladar las cajas a un lugar seguro cuando en aquel en el que se encuentran corren serio peligro de ser dañadas.

En el Derecho italiano, en base al artículo 1770 del Código Civil italiano se señala que el Banco en ese caso no está obligado pero sí facultado para realizar tal traslado.

La solución que se recoge en algunos formularios de nuestro país es más completa. Se entiende que ante tal situación el Banco se lo debe comunicar al cliente, que puede optar por retirar los objetos de la caja o acceder a tal traslado [26].

---

[24] JORDANA FRAGA, F.: *La responsabilidad contractual*, Madrid, 1987, p. 533, expresamente señala que obligación de resultado no significa existencia de una regla de responsabilidad distinta.

[25] Artículos 1183 del Código Civil y 217.2 y 3 de la LEC. Tanto en las obligaciones de medios como de resultado, el acreedor tiene que acreditar el incumplimiento. En las obligaciones de resultado, una vez que el acreedor acredite la falta de cumplimiento (supuesto fáctico u objetivo), por aplicación de los principios generales, el deudor se presume culpable de tal incumplimiento y responde por los daños, salvo que destruya tal presunción probando la ausencia de culpa por su parte en tal incumplimiento. En las obligaciones de medios, el acreedor debe igualmente acreditar el incumplimiento, lo que supone probar la culpa o falta de diligencia del deudor (supuesto subjetivo) que no tenía que probar en las obligaciones de resultado. Ahora bien, también en estas obligaciones de medios, una vez probado el incumplimiento por el acreedor, el deudor, según algunos, puede quedar exonerado de responsabilidad, si prueba la ausencia de culpa por su parte. Este temario se examina de forma pormenorizada por JORDANA FRAGA, F.: "Obligaciones de medios y obligaciones de resultado. (A propósito de alguna jurisprudencia reciente)", *ADC*, pp. 84 y ss. LOBATO GÓMEZ, J.M.: "Contribución al estudio de la distinción entre obligaciones de medios y las obligaciones de resultado", *ADC*, 1992, pp. 725 a 729. CABANILLAS SÁNCHEZ, A.: *Las obligaciones de actividad y de resultado*, Barcelona, 1993. YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad civil contractual y extracontractual*, cit., especialmente pp. 123, 126, 130, 197 y 198. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 376 a 379, 397 y 515.

En cualquier caso, de todo lo anteriormente dicho, parece que, al calificar la obligación de custodia del Banco como obligación de resultado, se podría favorecer, en relación con la carga de la prueba, la posición jurídica del cliente de la caja de seguridad, ya que no tiene que probar, al exigir la responsabilidad por daños, el elemento subjetivo de la culpa o falta de diligencia del deudor, cosa que sí tendría que hacer, en principio y salvo aplicación del artículo 217.6 de la LEC, si se hubiera calificado la obligación de custodia como obligación de medios.

[26] GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1031, señala que parece descartado que el Banco tenga la obligación de trasladar las cajas a un lugar más seguro si hay riesgo para la cámara.

Mayores dificultades se presentan cuando existe un caso de urgencia que impide al Banco realizar tal comunicación al cliente o cuando se realiza dicha comunicación y el cliente no contesta en el plazo fijado [27].

Así, en uno de los formularios examinados se indica que si, por razones de urgencia, el Banco no pudiera comunicarse con el cliente, podrá el Banco trasladar el contenido de la caja a lugar seguro, dándole noticia del traslado.

Para el caso de que el cliente no conteste en el plazo fijado, en otro formulario consultado se señala que podrá el Banco declarar resuelto el contrato y proceder a la apertura de la caja con aplicación del procedimiento establecido en la apertura forzosa.

V. RESPONSABILIDAD

La responsabilidad por robo se produce cuando hay incumplimiento de la obligación de custodia asumida por el Banco en los términos expuestos en el apartado anterior. Se requiere la culpa, si bien ésta se presume, de acuerdo con lo ya dicho, cuando existe un incumplimiento contractual (artículo 1183 del Código Civil).

1. Aplicación de la normativa general sobre obligaciones y contratos

La responsabilidad por incumplimiento de una obligación contractual es una responsabilidad por culpa [28], de tal forma que no hay incumplimiento si no existe culpa.

Puesto que la culpa se presume, para eximirse de la responsabilidad por incumplimiento, el Banco tiene que demostrar que no ha existido culpa por su parte. No podrá realizar tal demostración de ausencia de culpa si las medidas de custodia y vigilancia que no tomó le eran exigidas al Banco por una disposición legal, en virtud de las propias condiciones del contrato, o se podía derivar su exigibilidad de la causa o fin del contrato [29].

En cualquier caso, la culpa no existe cuando se da lo dispuesto en el artículo 1105 del Código Civil: "Fuera de los casos expresamente mencionados en la ley, y de los en que así lo declare la obligación, nadie responderá de aquellos sucesos que no hubieran podido preverse, o que, previstos, fueran inevitables". El supuesto de hecho nos mete de lleno en el llamado caso fortuito o fuerza mayor, conceptos estos que abordaremos en el siguiente epígrafe.

---

(27) VARA DE PAZ, N.: "Las cajas de seguridad", en *Instituciones del Mercado Financiero*, cit., pp. 1395 y 1396.

(28) Artículo 1101 del Código Civil.

(29) Que la obligación de custodia exige tomar al Banco ciertas medidas aunque éstas no se contemplen en una disposición legal o convencional, siempre que dichas medidas se puedan derivar de la causa o fin del contrato de cajas de seguridad, creemos que se sustenta en lo dispuesto en el artículo 1104 del Código Civil cuando señala que "La culpa o negligencia del deudor consiste en la omisión de aquella diligencia que exija la naturaleza de la obligación...". Que el Banco tiene que adoptar las medidas que le son exigibles, en función de la finalidad del contrato de cajas de seguridad, es algo que manifiesta la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de mayo de 1995. *Vid.* VARA DE PAZ, N.: "El contrato de cajas de seguridad", *RDBB*, 61, 1996, pp. 200 y 201.

2. La aplicación analógica de la normativa del contrato de depósito

En el supuesto de que entre por analogía la normativa del contrato de depósito, hay que ir, en primer lugar, a la normativa del contrato de depósito mercantil. Pero la analogía no hay que buscarla en el contrato de depósito mercantil en general (30), sino en el contrato de depósito cerrado y sellado (31). Refiriéndose a este último depósito, el artículo 307, prfo. segundo, señala que: "Los riesgos de dichos depósitos correrán a cargo del depositario, siendo de cuenta del mismo los daños que sufrieren, a no probar que ocurrieron por fuerza mayor o caso fortuito insuperable"

Según el precepto transcrito, la exención de responsabilidad del depositario sólo se produce cuando pruebe el caso fortuito o la fuerza mayor en la causación del daño.

La doctrina ha venido discutiendo sobre la distinción de ambos conceptos. Hay quien los considera equivalentes y, en este caso, siguiendo al artículo 1105 del Código Civil se trataría de sucesos que no hubieran podido preverse o que, previstos, fueran inevitables.

Sin embargo, la posición hoy en día dominante es que se trata de conceptos distintos. Se intenta diferenciarlos utilizando criterios distintos, siendo uno de ellos el que considera que, en el caso de fuerza mayor, el suceso que causa el daño es imprevisible y el daño inevitable aunque pudiera haberse previsto. Por el contrario, en el caso fortuito el suceso es imprevisible pero el daño evitable si se hubiera podido prever.

No obstante, a nuestro juicio, para demostrar el caso fortuito o fuerza mayor, el depositario tiene que acreditar, en última instancia, la ausencia de culpa en la causación del daño. Por consiguiente, esos conceptos por sí mismos no dan ninguna solución y, en este sentido, pueden ser hasta perturbadores a la hora de determinar la exención de responsabilidad del depositario, pues crean expectativas que no conducen a ningún sitio, ya que en última instancia hay que recurrir al tradicional concepto de culpa, por mucho que las tendencias objetivistas derivadas del riesgo profesional y también, en nuestro caso, de la causa del contrato detecten la existencia de culpa con mucha facilidad, consecuencia de una valoración rigurosa de la diligencia técnica de la entidad bancaria (32). De ahí que sea cierto afirmar que por esta vía se llega a la misma solución que ya nos daban las normas generales sobre obligaciones y contra-

(30) Artículo 306 del Código de Comercio.

(31) Artículo 307 del Código de Comercio.

(32) En este sentido, admitiendo la identificación entre caso fortuito y ausencia de culpa, creemos que se pronuncia GARRIGUES, J.: *Contratos Bancarios*, cit., pp. 467 y 470. Señala que no bastará invocar ciertos acontecimientos que constituyen los ejemplos clásicos de caso fortuito o fuerza mayor (incendio, inundación, robo...). Para librarse de esa responsabilidad el Banco no sólo tendría que demostrar esos hechos, sino también el que el daño no ha podido ser evitado. JORDANA FRAGA, F.: *La responsabilidad contractual*, cit., pp. 535 y 536, señala que no existen hechos abstractamente exoneratorios (inundación, saqueo, incendio, guerra…), sino que lo son en concreto cuando el daño en las cosas se

tos, que consagran la responsabilidad por culpa (33), a las que con buen criterio se remiten las normas generales del depósito civil (34) y del depósito mercantil (35).

Si son las cosas así, obedece a un mal enfoque plantear, como hacen algunas sentencias, si el robo o el atraco son un supuesto de caso fortuito o fuerza mayor que eximiría de responsabilidad al depositario. Esa exención sólo se producirá si hay ausencia de culpa en la causación del daño (36).

En conclusión, somos de la opinión, reconocemos que muy arriesgada, de que si el artículo 307, prfo. segundo del Código de Comercio no se aplicara, la solución dada a la responsabilidad por daños en las cajas de seguridad sería la misma y ello habría evitado muchos esfuerzos inútiles.

3. El alcance de la normativa convencional y las posibles cláusulas de exoneración o limitación de responsabilidad

A) En primer lugar abordaremos este temario con carácter general y posteriormente veremos las particularidades que se presentan cuando el cliente del Banco en el contrato de cajas de seguridad sea un consumidor o usuario.

---

produjo no obstante haberse adoptado todas las cautelas (profesionalmente) exigibles. CARRASCO PERERA, A.: en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, dir. por Manuel Albadalejo, t. XV, vol. 1.º, artículos 1088 a 1124 del Código Civil, Madrid, 1989, pp. 637, 638, 660, 662 y 663. QUICIOS MOLINA, M.ªS.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 166. Creemos que se sitúa en la misma línea LACRUZ BERDEJO, J.L.: "Elementos de Derecho Civil". II. "Derecho de Obligaciones", vol. 1.º, *Parte General. Teoría General del Contrato*, cuarta edición, revisada y puesta al día por Francisco Rivero Hernández. Madrid, 2007, pp. 175 y 176. En la doctrina italiana, *vid*. ARTIZZU, C.: *Cassete di sicurezza e responsabilità della banca*, Milán, 2006, pp. 55 y ss. En sentido contrario, entre otros muchos, YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad civil contractual y extracontractual*, cit., p. 198, rechaza la identificación entre caso fortuito y ausencia de culpa y entiende que, mientras que la ausencia de culpa es un problema de "inculpabilidad", el caso fortuito es un problema de "incausalidad".

(33) Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de mayo de 1995.

(34) Artículos 1766 y 1769 del Código Civil.

(35) Artículo 306 del Código Civil.

(36) Precisamente, lo que sucederá normalmente será lo contrario, que el Banco responderá, ya que casi siempre se le considerará culpable porque, como hemos visto, la diligencia que se le exige es extrema, por ser un profesional, y esto es coincidente con la causa del contrato, que es la búsqueda de seguridad, a través de la prestación de vigilancia y custodia del Banco. QUICIOS MOLINA, M.ªS.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 170 y ss., habla de diligencia especialmente elevada. HUERTA VIESCA, M.ªI.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de cajas de seguridad*, cit., pp. 148, 150 y 151, utiliza las siguientes expresiones "diligencia profesional del buen banquero", "máximo grado de diligencia" y "responsabilidades por riesgo", conducentes en la práctica a una imputación de responsabilidad objetiva. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 385 y ss., señala que la diligencia del Banco es una "diligencia excepcionalmente agravada o máxima".

a) La normativa convencional que nace del contrato tiene fuerza de ley entre las partes contratantes (37). Por tanto, lo dispuesto en el contrato se impone a las partes, pero siempre que no sea contrario a la ley, la moral, el orden público (38) y a la buena fe (39).

La ley es un límite a esta normativa convencional, en principio, sólo si se trata de una normativa de carácter imperativo (40).

b) En este sentido, no creemos que la normativa convencional se pueda imponer a la normativa especial, ya examinada, donde se regula la idoneidad de los materiales utilizados y de las medidas de vigilancia requeridas en relación a los establecimientos, oficinas, cámaras acorazadas y cajas de seguridad, ya que esta normativa entendemos que tiene carácter imperativo. Si esto es así, serían nulas las cláusulas mediante las que el cliente aceptara en el contrato que los locales ofrecieran menores condiciones de seguridad, declarando, por ejemplo, conocer y aceptar las condiciones del local, aunque éstas no cumplieran lo previsto en la normativa sobre seguridad. Además de que este tipo de cláusulas podrían ir contra el fin o causa del contrato, donde prevalece la custodia de las cosas que eventualmente se introduzcan en las cajas de seguridad (41).

c) Por el contrario, la normativa convencional, en principio, prevalece sobre la normativa que regula el sector de obligaciones y contratos (incluida la relativa al depósito cerrado), salvo en relación con aquellos preceptos que tienen carácter imperativo, como el referido a la responsabilidad procedente de dolo (42). Esto quiere decir

---

(37) Artículo 1091 del Código Civil.

(38) Artículo 1255 del Código Civil.

(39) Artículo 7.1 del Código Civil. *Vid*. YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad civil contractual y extracontractual*, cit., pp. 349 y 350, entiende que, si bien no hay en el Código Civil un explícito reconocimiento de la buena fe como límite de los pactos, no cabe duda de que el artículo 7 proyecta la exigencia de la buena fe a la totalidad del ordenamiento.

(40) Si bien, como se sabe, desde DE CASTRO hay quien entiende que la autonomía de la voluntad sólo puede desplazar las normas de carácter dispositivo cuando exista algo que lo justifique racionalmente. *Vid.* en síntesis el estado de esta cuestión en YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad civil contractual y extracontractual*, cit., pp. 334 a 336.

(41) GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, E.: *Régimen jurídico del servicio bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 138 y 139. QUICIOS MOLINA, M.ª S.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 143. VARA DE PAZ, N.: *Las cajas de seguridad*, 1999, cit., pp. 1393 y 1394. IDEM: *El contrato de cajas de seguridad*, 1996, cit., p. 205. ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., pp. 326 y 327. IDEM: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 317. GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1031.

(42) Artículo 1102 del Código Civil: "La responsabilidad procedente de dolo es exigible en todas las obligaciones. La renuncia de la acción para hacerla efectiva es nula". El texto va referido a la renuncia previa pero no impide la renuncia a la acción cuando el perjuicio ha sido ya producido, pues si el damnificado puede dejar prescribir la acción también puede renunciar expresamente a su ejercicio. *Vid.* YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad civil contractual y extracontractual*, cit., p. 346.

que, en caso de dolo o culpa lata, no es posible que el Banco se exonere o limite su responsabilidad (43). Por el contrario, entendemos que, en caso de simple culpa, el Banco no puede exonerarse (44) pero sí, en principio, limitar su responsabilidad, salvo que la cuantía por la que el Banco responda en virtud de la cláusula limitativa llegue a ser muy baja (45).

B) Cuando el titular de la caja de seguridad sea un consumidor o usuario (46) hay que tener en cuenta las siguientes observaciones.

a) Es obvio que se le aplica todo lo dispuesto con carácter general en el apartado anterior y, además, la normativa que los protege en la LGDCU, que tiene carácter

---

(43) YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad civil contractual y extracontractual*, cit., pp. 346 y 347. HUERTA VIESCA, M.ª I.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de caja de seguridad*, cit., p. 171.

Es muy importante observar que como el ejercicio de la actividad bancaria se inspira en el criterio de la alta diligencia profesional, será muy frecuente que el Banco incurra en culpa grave y, por tanto, no podrá, en ningún caso, exonerar o limitar su responsabilidad. *Vid.* LIACE, G.: "Il servizio di cassetta di sicurezza e la responsabilità illimitata della banca. Brevi riflessioni di economia del diritto", en *Contratto e impresa*, 2004-1, p. 95.

(44) HUERTA VIESCA, M.ªI.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de cajas de seguridad*, cit., pp. 279 y 280. MARTÍNEZ ROSADO, J.: *El servicio de alquiler de cajas de seguridad*, cit., pp. 1419 y 1420, entiende, siguiendo a la autora anterior, que la cláusula de exoneración de responsabilidad sería atacable por lo dispuesto en el artículo 1256 del Código Civil (pues al Banco le daría igual cumplir que no cumplir), por contradecir el orden público (artículo 1255 del Código Civil) en el sentido económico, pues faltaría la conmutatividad necesaria en el contrato y por ser contraria a la buena fe contractual (artículo 1258 del Código Civil). VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, cit. p. 1131, señala que la cláusula de exoneración de la responsabilidad bancaria debe reputarse nula, por ser contraria al orden público y a la buena fe, además de, en caso de contrato de consumo, ser abusiva.

(45) VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, cit., p. 1131, considera nula una cláusula que limite la responsabilidad a 6.000 euros, por tratarse de una cuantía muy baja. Sin otras matizaciones, considera válida la cláusula que limite la responsabilidad del Banco FERNÁNDEZ MERINO, J.: "Las cajas de seguridad", en *Contratos bancarios y parabancarios,* dir. por Ubaldo Nieto Carol, Valladolid, p. 1094. Por el contrario, otros autores entienden, en beneficio del cliente de la caja de seguridad, que las cláusulas de limitación de responsabilidad serán, en cualquier caso, nulas. Así, DÍEZ SOTO, C.M.: *El depósito profesional*, cit., p. 133, entiende que la cláusula que limite la responsabilidad del Banco en caso de incumplimiento de sus obligaciones difícilmente podrá superar el filtro constituido por las normas generales. HUERTA VIESCA, M.ªI.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de cajas de seguridad*, pp. 287, 289 y 291, entiende que estas cláusulas pueden ser anuladas porque vienen a contradecir lo que es la esencia y causa del contrato de caja de seguridad y porque vienen a confundir el contrato de cajas de seguridad con un contrato de seguro de robo. Tampoco se muestra favorable a este tipo de cláusulas, si no son negociadas individualmente, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Huelva núm. 160/2007, de 15 de noviembre, que aplica la doctrina emitida por esa misma Sala en Sentencia de 19 de noviembre de 2004, si bien en ambos supuestos se trataba de cláusulas que limitaban la responsabilidad en una cuantía excesivamente baja (un millón de pesetas).

(46) VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, cit., p. 918, considera que la expresión "consumidores y usuarios" es una redundancia y por eso pasa a utilizar sólo el término de consumidores.

imperativo y, por tanto, no puede ser modificada por el clausulado convencional del contrato (47).

b) Esta normativa especial sólo se aplica cuando el titular de la caja de seguridad es un consumidor o usuario. En este sentido "Son consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional" (48). Se sigue considerando que son consumidores o usuarios aquellos que contratan bienes y servicios como destinatarios finales, sin incorporarlos ni directa ni indirectamente en procesos de producción, comercialización o prestación a terceros (49). De acuerdo con lo anterior, el titular de la caja, en principio, puede ser consumidor o no (50), si bien se ha vertido la opinión, por nosotros no compartida, de que será siempre un consumidor porque, en principio, será siempre un destinatario final del servicio (51).

c) Pues bien, la LGDCU establece una serie de cláusulas inadmisibles porque, en este caso, la autonomía de la voluntad no puede imponerse a la normativa en materia de consumidores.

Esta normativa que prohíbe determinadas cláusulas hay que recordar que sólo se aplica en relación a aquellas cláusulas que no hayan sido negociadas individualmente (52).

---

(47) Artículo 10 de la LGDCU: "Irrenunciabilidad de los derechos reconocidos al consumidor y usuario. La renuncia previa a los derechos que esta norma reconoce a los consumidores y usuarios es nula, siendo, asimismo, nulos los actos realizados en fraude de ley de conformidad con lo previsto en el artículo 6 del Código Civil".

(48) Artículo 3 de la LGDCU.

(49) VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil*, cit., p. 58.

(50) HUERTA VIESCA, M.ªJ.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de caja de seguridad*, cit., pp. 211 y 212, si bien entiende que la mayor parte de las veces es consumidor o usuario. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 524 a 526, señala que el cliente será consumidor o no según que utilice la caja para fines privados o domésticos o, por el contrario, la use con la intención de aprovecharla en una actividad de carácter empresarial o profesional. Entiende que, en principio, se ha de presumir la condición de consumidor del cliente, salvo que el Banco destruya esa presunción probando la integración empresarial de la caja.

(51) QUICIOS MOLINA, M.ªS.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 122 y 123, el cliente de la caja de seguridad es un consumidor, con independencia de cuál sea el destino de los objetos introducidos ya que lo relevante a estos efectos es precisamente la caja de seguridad y respecto del disfrute de la caja de seguridad el cliente es siempre destinatario final, pues la caja como tal no se integra en un proceso productivo, ni se transforma, ni se comercializa con ella. ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., p. 320. GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1020, considera, recogiendo jurisprudencia, que el cliente del servicio de cajas de alquiler es siempre un usuario final del servicio con independencia de que los bienes introducidos en la caja pudieran ser mercancías objeto de tráfico comercial, por el carácter secreto de lo introducido en la caja y el hecho de que el elemento central del contrato sea su uso y no la recepción en depósito de cosas. En consecuencia le serán de aplicación tanto la LCGC como la LGDCU.

(52) Artículos 80.1.c) y 82 de la LGDCU.

Pues bien, son cláusulas inadmisibles, por abusivas, entre otras, las que se indican a continuación.

En primer lugar las contrarias a las exigencias de la buena fe que causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato (53).

En segundo lugar, aquellas que vinculen el contrato a la voluntad del empresario (54).

En tercer lugar, las que limiten los derechos del consumidor y usuario (55), tanto si esos derechos le son reconocidos por normas dispositivas como imperativas (56). Caen dentro de este tipo de cláusulas la exclusión o limitación de forma inadecuada de los derechos legales del consumidor y usuario por incumplimiento total o parcial o cumplimiento defectuoso del empresario. En particular las cláusulas que modifiquen, en perjuicio del consumidor y usuario, las normas legales sobre conformidad con el contrato de los bienes o servicios puestos a su disposición o limiten el derecho del consumidor y usuario a la indemnización por los daños y perjuicios ocasionados por dicha falta de conformidad (57). Dentro de este tipo de cláusulas también se consideran abusivas las que excluyan o limiten la responsabilidad del empresario en el cumplimiento del contrato, por los daños o por la muerte o por las lesiones causadas al consumidor y usuario por una acción u omisión de aquél (58) y las que impongan cualquier otra renuncia o limitación de los derechos del consumidor y usuario (59).

En cuarto lugar, son abusivas las que determinen la falta de reciprocidad en el contrato (60).

En cualquier caso, hay que tener en cuenta que "El carácter abusivo de una cláusula se apreciará teniendo en cuenta la naturaleza de los bienes o servicios objeto del contrato y considerando todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración, así como todas las demás cláusulas del contrato o de otro del que éste dependa" (61).

d) Después de este recorrido por la LGDCU, hay que señalar lo siguiente.

Cuando el titular de la caja sea un consumidor, al igual que sucedía con carácter general, no cabe excluir ni limitar la responsabilidad del Banco si éste incurre en dolo o culpa lata.

---

(53) Artículo 82.1 de la LGDCU.

(54) Artículo 82.4.a) de la LGDCU.

(55) Artículo 82.4.b) de la LGDCU.

(56) Artículo 86 de la LGDCU.

(57) Artículo 86.1 de la LGDCU.

(58) Artículo 86.2 de la LGDCU.

(59) Artículo 86.7 de la LGDCU.

(60) Artículo 82.4.c) de la LGDCU.

(61) Artículo 82.3 de la LGDCU.

En cualquier otro supuesto de culpa no cabe excluir la responsabilidad, como sucede con carácter general (62), y seguramente tampoco cabe limitar la responsabilidad del Banco, ya que, como más arriba hemos indicado, son abusivas las cláusulas que limitan la responsabilidad del empresario en el cumplimiento del contrato (63). Por tanto, creemos que la diferencia esencial cuando el cliente de la caja sea un consumidor o no lo sea es que en este último caso, como ya hemos indicado, pudieran admitirse las cláusulas limitativas de la responsabilidad del Banco por culpa pero no por dolo, mientras que si el cliente es un consumidor o usuario no caben las cláusulas limitativas de la responsabilidad bancaria ni en caso de dolo ni tampoco en caso de culpa.

C) Un supuesto especial se presenta con relación a la cláusula del contrato a través de la cual el cliente se obliga a no meter en la caja de seguridad objetos que superen el valor convencionalmente fijado. En este caso, más que ante una cláusula que limite el objeto del contrato, estamos ante una causa que limita la responsabilidad del Banco (64) y, por tanto, como tal cláusula de limitación de responsabilidad recibirá el tratamiento ya visto, según que el cliente de la caja de seguridad sea un consumidor o no lo sea.

D) Finalmente, lo que sí cabe, obviamente, es que el Banco, en vez de limitar su responsabilidad, la agrave mediante una cláusula del contrato en virtud de la cual se

---

(62) No sería, pues necesario, que así se estableciera en la LGDCU, si bien la doctrina apoya la exclusión de tales cláusulas también en la normativa sobre protección de consumidores, donde expresamente se señala que son abusivas, como ya hemos visto, las cláusulas que excluyen la responsabilidad del empresario en el cumplimiento del contrato (artículo 86.2 de la LGDCU). Así DÍEZ SOTO, C.M.: *El depósito profesional*, cit., p. 133. FERNÁNDEZ MERINO, J.: *Las cajas de seguridad*, cit., p. 1094. ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., p. 321. MARTÍNEZ DE SALAZAR BASCUÑANA, L.: *Condiciones generales y cláusulas abusivas en los contratos bancarios*, Cádiz, 2002, p. 321. MARTÍNEZ ROSADO, J.: *El servicio de alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1419, entiende que las cláusulas que exoneran al Banco de toda responsabilidad son nulas por ser contrarias a la buena fe y justo equilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes, tal como se indica en la normativa especial sobre protección de consumidores y porque esta misma normativa considera cláusula abusiva la exclusión de responsabilidad del profesional en el cumplimiento del contrato.

(63) Artículo 86.2 de la LGDCU. En el mismo sentido DÍEZ SOTO, C.M.: *El depósito profesional*, cit., p. 133. GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, E.: *Régimen jurídico del servicio bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 224 y 225. ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., p. 321. MARTÍNEZ DE SALAZAR BASCUÑANA, L.: *Condiciones generales y cláusulas abusivas en los contratos bancarios*, cit., p. 321. HUERTA VIESCA, M.ª J.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de caja de seguridad*, cit., pp. 299, 300, 304, 306, 307, 314, 315, 342 y 343. ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato bancario de cajas de seguridad", p. 508. Por el contrario MARTÍNEZ ROSADO, J.: *El servicio de alquiler de cajas de seguridad*, cit., pp. 1420 a 1422, entiende que no deben ser nulas *per se* todas las cláusulas de limitación de responsabilidad, salvo que limiten la responsabilidad a una cantidad irrisoria, pues en este último caso causan un perjuicio al consumidor, en tanto consagran un desequilibrio entre sus derechos y deberes.

(64) La mayor parte de las veces se piensa que nos encontramos ante una cláusula de limitación de responsabilidad y no ante una cláusula de limitación del objeto del contrato, por las siguientes razones: a) porque no se puede identificar el objeto del contrato con los objetos depositados en la caja de seguridad, tanto si se entiende por objeto del contrato la "cosa" que cada una de las partes debe proporcionar a la otra (la caja y la remuneración o canón) o, por el contrario, la utilidad conseguida por cada

obliga a responder aunque el daño se haya producido sin que intervenga culpa suya. Estaríamos ante una responsabilidad sin culpa, objetiva (65).

4. La prueba del contenido de la caja y de su valoración

a) Tal como hemos venido indicando, no cabe duda alguna de que el Banco responde en caso de robo de los objetos introducidos en la caja de seguridad, salvo que demuestre su falta de culpa. Por tanto, la carga de la prueba en este caso corresponde al Banco.

Si el Banco prueba su falta de culpabilidad no responde. Si el Banco no logra demostrar su falta de culpabilidad en los daños causados al cliente en caso de robo del contenido de la caja de seguridad, entonces sí responde.

b) Con lo anteriormente dicho, ya sabemos cuándo el Banco responde pero no de qué responde. Evidentemente, responde del valor de los objetos introducidos en la caja de seguridad, siempre que se demuestre que tales objetos permanecían en la caja en el momento en que se produjo su robo.

c) Creemos que de forma mayoritaria se ha venido entendiendo que la carga de la prueba de que los objetos estaban depositados en el caja, en el momento en que se produjo el robo, correspondía al cliente, ya que, al ser secreto el contenido de la caja, el Banco no podía conocer los objetos que, en su caso, se habían introducido en ella y tampoco si, una vez introducidos, habían sido retirados.

---

una de las partes (la disponibilidad de la caja obtenida por el cliente y la ventaja económica obtenida por el Banco). b) porque lo que se persigue con esas cláusulas no es impedir al cliente que introduzca en la caja de seguridad objetos por valor superior al convencionalmente fijado, ya que el Banco, en principio, desconoce el contenido de la caja. Lo que realmente se persigue es que, cualquiera que fuese el valor de los objetos introducidos en la caja, la indemnización máxima a que se compromete el Banco nunca supere el valor convencionalmente fijado. *Vid.* VARA DE PAZ, N.: "Las cajas de seguridad", en *Instituciones del Mercado Financiero*, 1999, cit., pp. 1404 a 1407. GÓNZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1028, parece entender que una cláusula de tal tipo iría contra la causa del contrato, en definitiva contra su función económica. En este mismo sentido, ya anteriormente DÍEZ SOTO, C.M.: *El depósito profesional*, cit., pp. 134 y 135. ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., pp. 322 a 324. HUERTA VIESCA, M.ªI.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de caja de seguridad*, cit., pp. 197 y ss., en especial pp. 201, 203, 220 y 231. MARTÍNEZ DE SALAZAR BASCUÑANA, L.: *Condiciones generales y cláusulas abusivas en los contratos bancarios*, cit., p. 322.

Hay quienes, por el contrario, entienden que este tipo de cláusulas son válidas. Así QUICIOS MOLINA, M.ªS.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 196 y 197, cuando se establece un canon distinto según el valor de los objetos introducidos en la caja. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 510 y 511, entiende que puede ser una cláusula válida si no viene contenida en condiciones generales.

(65) YZQUIERDO TOLSADA, M.: *Sistema de responsabilidad civil contractual y extracontractual*, cit., p. 359, señala que es una cláusula agravatoria que admite expresamente el artículo 1105 del Código Civil, al declarar que nadie es responsable de los casos fortuitos fuera de los casos en que así lo declare la obligación. CARRASCO PERERA, A.: *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, cit., pp. 663 y 664, entiende que estos pactos agravatorios están sujetos a ciertas limitaciones, por cuanto no pueden extenderse a los casos insólitos, a aquellos en los que de ninguna manera cabría pensar, en base al criterio de interpretación del principio de reciprocidad y de la buena fe (artículo 1258 del Código Civil).

Se le impone al cliente la carga de la prueba del contenido de la caja de seguridad y de su valor, conforme a lo dispuesto, con carácter general en el artículo 217 de la LEC (66).

Ante la dificultad de realizar tal prueba por parte del cliente se ha señalado que el Banco podía beneficiarse de una absoluta irresponsabilidad, salvo que el cliente cada vez que utilizara la caja de seguridad hubiera acudido con un notario que diera fe de los objetos que hubieran quedado depositados en dicha caja.

Tal situación, dificultosa para el cliente, en cuanto difícilmente podía probar el contenido de la caja en el momento de producirse el robo, se hace menos severa ya que los tribunales han aceptado que la exigencia de probanza en orden a la preexistencia de los bienes sustraídos no debía ser rígida, por la dificultad que en la mayoría de los casos presenta. Esta prueba sólo podrá operar por la vía de presunciones o indicios, nunca puede exigirse una prueba absoluta (67). Ahora bien, sin actividad probatoria mínima no prosperarían las alegaciones del cliente porque lo que no se puede pedir es un acto de fe (68). Por otra parte, hay que tener en cuenta que el cliente podría demostrar el contenido de la caja si se hace acompañar para su apertura de un notario y no olvidemos que ello pudiera no gravar en exceso el coste de utilización en perjuicio del cliente si no se procede a la apertura de la caja de seguridad desde que se depositan en ella los objetos o el número de veces que el cliente accede a la caja es escaso, posibilidades que seguramente tienen cabida en la práctica (69).

Además, si el cliente accede frecuentemente a la caja, pudiera admitirse como prueba de su contenido un documento firmado por el cliente y algún empleado del

---

(66) HUERTA VIESCA, M.ªI.: *La responsabilidad bancaria en el contrato de caja de seguridad*, cit., pp. 404 y 405.

(67) CILVETI GUBÍA, M.B. y VALPUESTA GASTAMINZA, J.M.: "Custodia de bienes. Cajas de seguridad", en José María de la Cuesta Rute (dir.) y Eduardo María Valpuesta Gastaminza (coord.), *Contratos Mercantiles*, tomo III, Sabadell (Barcelona), 2007, p. 241. *Vid.,* por ejemplo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de mayo de 1995. VARA DE PAZ, N.: *El contrato de cajas de seguridad*, cit., pp. 201, 209 y 210. IDEM: *Las cajas de seguridad*, cit., p. 1402. MARTÍNEZ ROSADO, J.: *El servicio de alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1423. GÓNZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1034. Al no ser exigible o casi imposible la exigencia de otra prueba, se ha considerado prueba suficiente la documentación fiscal, los libros de comercio del demandante, la testifical de los empleados cualificados que tienen acceso a la caja o del propietario del establecimiento donde fueron adquiridas las piezas desaparecidas, facturas de adquisición, la declaración de la perjudicada ante la Comisaría de la Policía en la cual se describían las joyas, diversas fotografías donde se reflejan parte de los bienes...

(68) GÓNZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1034, que cita la SAP de Madrid de 17 de marzo de 2003.

(69) ÁLVAREZ RUBIO, J.: "El contrato de cajas de seguridad", en *Contratación Bancaria*, cit., p. 314, entiende que el inconveniente de esta técnica es la relativa falta de intimidad, al conocer el fedatario la identidad de los objetos, cuya existencia probablemente el cliente querría mantener en secreto.

Banco en el que se enumeraran los objetos que quedaron depositados en la caja la última vez que fue utilizada [70].

d) En la Sentencia que analizamos se sigue un camino distinto para llegar al mismo resultado al que llegaba la sentencia recurrida. En efecto, la Audiencia, siguiendo la forma de proceder marcada predominantemente por la doctrina y la jurisprudencia anterior, a la que acabamos de hacer referencia, entendió que era el cliente a quien le correspondía la carga de la prueba y, por tanto, quien tenía que probar los objetos que se contenían en la caja en el momento del robo, así como su valor. Como, según la Audiencia, esa prueba por parte del cliente no se realizó, exime de responsabilidad al Banco.

El Tribunal Supremo entiende que la Audiencia procedió incorrectamente, ya que hay que estar a la simple declaración (no acompañada de prueba) del depositante respecto a los objetos que estuvieran introducidos en la caja de seguridad en el momento del robo, si bien se llega al mismo resultado al que llegaba la Audiencia, por cuanto señala que la declaración del cliente sobre el contenido de la caja es una presunción *iuris tantum* que fue destruida por las alegaciones contrarias del Banco, que se basan en simples indicios. En definitiva, al igual que la Audiencia, exime de responsabilidad al Banco.

Por consiguiente, el TS ya no atribuye al cliente la carga de la prueba sobre la preexistencia y valor de los objetos contenidos en la caja en el momento del robo. El cliente sólo tiene que declarar cuál era su contenido y esa declaración es una presunción *iuris tantum* de veracidad que se puede destruir mediante las alegaciones en contrario del Banco.

Para llegar a tal solución, el Tribunal Supremo aplica, por analogía, la normativa sobre el depósito cerrado y sellado, en detrimento de la normativa que rige con carácter general en materia de prueba.

En efecto, aplica el artículo 1769 del Código Civil [71]. El último párrafo de este precepto señala que, en cuanto al valor de lo depositado, cuando la fuerza sea imputable al depositario, se estará a la declaración del depositante, a no resultar prueba en

---

[70] Si bien, tanto en el supuesto anterior, en que interviniera el Notario, como en éste, se desnaturalizaría el contrato de cajas de seguridad al quedar afectada la reserva o secreto con que se custodian los objetos introducidos en la caja.

Sin embargo, no se puede descartar que en el futuro los adelantos técnicos puedan proporcionar una prueba preconstituida, de tal forma que un "ojo viviente", manteniendo el secreto o reserva de los objetos introducidos en la caja, pudiera acreditar qué objetos se contenían en la caja. Si el progreso tecnológico encontrara esta fórmula mágica, desaparecía uno de los problemas más graves que tiene el contrato de cajas de seguridad. Claro que con ello habríamos solucionado el difícil problema de la prueba de la preexistencia de los objetos pero quizás no habríamos obtenido solución definitiva para la otra prueba, relativa a la valoración de tales objetos, cuya indemnización corresponde al Banco.

[71] Artículo 1769 del Código Civil: "Cuando la cosa depositada se entrega cerrada y sellada, debe restituirla el depositario en la misma forma, y responderá de los daños y perjuicios si hubiese sido forzado el sello o cerradura por su culpa.

contrario [72]. A pesar de la gravedad de esta presunción y del grado de inseguridad que lleva implícito, se ha defendido la aplicación analógica de este precepto porque tampoco se puede considerar justa la solución opuesta de adosar la carga de la prueba al cliente. En efecto, se piensa que si se exigiera una prueba irrefutable del cliente, en la práctica, se le negaría sistemáticamente cualquier indemnización. Al no exigirse la prueba de la preexistencia y valor de los objetos al cliente, bastando con su simple declaración, el riesgo lo tiene el Banco, en cuanto puede tener que responder por algo que ni siquiera estaba depositado en la caja en el momento en que se produjo el robo, pero esta solución estaría más justificada porque está en manos del Banco la posibilidad de reducir a un mínimo la posibilidad de que se produzca el evento dañoso [73].

El TS, en esta sentencia, se aparta de los argumentos dados por quienes defienden la posición contraria, que entiende que no se puede aplicar analógicamente a las cajas de seguridad el artículo 1769, prfo. tercero del Código Civil, referido a los depósitos cerrados, porque en éstos el depositario tiene en su poder el sobre o caja que contiene los bienes, mientras que en las cajas de seguridad el cliente tiene la libre disponibilidad de los bienes que existan en ellas y, por esa razón, se piensa que no puede recurrirse a la declaración del titular, prescindiendo de la prueba de preexistencia de las cosas dentro de la caja y de su valor [74].

Se presume la culpa en el depositario, salvo la prueba en contrario.

En cuanto al valor de lo depositado, cuando la fuerza sea imputable al depositario, se estará a la declaración del depositante, a no resultar prueba en contrario".

[72] Si convenimos que ésta es la solución a aplicar, no cabría a través de la "normativa" convencional invertir la carga de la prueba cuando el cliente de la caja fuera un consumidor. Esto es lo que se derivaría del artículo 88.2 de la LGDCU, que considera abusiva la cláusula que suponga "La imposición de la carga de la prueba en perjuicio del consumidor y usuario en los casos en que debería corresponder a la otra parte contratante". De la misma forma, el artículo 82.4.d) de la LGDCU considera abusivas las cláusulas que indebidamente impongan al consumidor y usuario la carga de la prueba.

[73] DÍEZ SOTO, C.M.: *El depósito profesional*, cit., pp. 130 y 131, quien señala que, por todo lo dicho, la aplicación del artículo 1769, prfo. tercero del Código Civil deberá realizarse con un criterio de prudencia y, en definitiva, de equidad, teniendo en cuenta las circunstancias del caso y de las personas. Señala MARTÍNEZ ROSADO, J.: *El servicio de alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1423, que los Tribunales no han aplicado el artículo 1769 del Código Civil al supuesto de cajas de seguridad, salvo en la sentencia de la AP de Barcelona de 3 de marzo de 1989, confirmada por el TS en sentencia de 26 de febrero de 1993, en relación a un robo con butrón en el Banco Hispanoamericano de Barcelona, donde se estimó suficiente la declaración jurada de los usuarios expoliados. Más bien parece que, en este caso, tampoco se aplica el artículo 1769, prfo. tercero del Código Civil, sino que se consideran probados los daños no sólo en base a la declaración del cliente sino también al resto de los indicios y presunciones. *Vid.* en este sentido GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, E.: *Régimen jurídico del servicio bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 218 a 220. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 493 y ss.

[74] MUÑOZ PAREDES, M.L.: "Comentario a la sentencia de 29 de octubre de 2004", *CCJC*, 69, 2005, p. 1167. En el mismo sentido GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., p. 1017, que cita las SSAP de Madrid de 10 de julio de 2000 [AC, 2000, 3886], 16 de mayo de 2001 [JUR 2001, 198979] y 17 de marzo de 2003 [JUR 2004, 158719]. MARTÍNEZ ROSADO, J.: *El servicio de alquiler de cajas de seguridad*, cit., pp. 1423 y 1424, con cita de las dos últimas sentencias a que hace referencia el anterior autor.

e) Cuando el artículo 1769 del Código Civil dice que la fuerza sea imputable al depositario, quiere decir, en nuestro caso, que hubo culpa del Banco en los daños ocasionados como consecuencia de robo. De tal forma que si el Banco demuestra la inexistencia de culpa por su parte, el precepto no se aplicaría porque el Banco ya no respondería. Si el Banco no logra demostrar su exención de culpa, entonces respondería, dándose crédito, según la sentencia que estamos comentando del TS, a la declaración del cliente en cuanto al valor contenido en la caja, lo que viene a ser lo mismo que estar a su declaración en relación a los objetos contenidos en la caja en el momento del robo (75).

f) Como hemos dicho esa declaración del cliente es una presunción *iuris tantum* que puede ser destruida, como el mismo precepto indica, mediante prueba en contrario presentada por el Banco.

En este sentido, el Tribunal Supremo aplica ese precepto pero finalmente lo desvirtúa porque, a la postre, señala que no es suficiente la simple declaración del cliente si no va acompañada de algún indicio de propiedad sobre las joyas y objetos preciosos desaparecidos, cuando entendemos que el derecho de propiedad no estaba en cuestión, sino el de la titularidad de la caja que al cliente lo legitimaba para exigir la indemnización de daños y perjuicios (76). No obstante, en base a lo anterior, estima las alegaciones contrarias a la preexistencia de los objetos en la caja de seguridad antes de su robo, señalando, en sus fundamentos de derecho, que "la prueba contraria a la declaración del depositante no consistirá en la inmensa mayoría de casos más que en la aportación de indicios sobre los que fundamentar la presunción de que no es verdadera la declaración".

g) En definitiva, creemos que el Tribunal Supremo podría haberse evitado toda esta argumentación tan alambicada, procediendo a aplicar la normativa general en materia de prueba, antes que, por analogía, la del contrato de depósito cerrado. Si hubiera procedido de esa forma se hubiera mantenido en la misma línea defendida mayoritariamente con anterioridad, según la cual es el depositante a quien corresponde probar la preexistencia y valor de los objetos contenidos en la caja en el momento en que se perpetró el robo.

---

(75) Hay quienes restringen aún más el ámbito de aplicación del precepto, en perjuicio de los intereses del cliente. En efecto, se realiza una interpretación restrictiva según la cual el artículo 1769, prfo. tercero del Código Civil sólo se aplicaría cuando el daño fue causado directa o dolosamente por el Banco. Se expone claramente esta teoría en ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 504 a 506, quien señala que, de esta forma, en todos aquellos supuestos en los que el Banco se hubiera mostrado simplemente negligente, el precepto resultaría de imposible aplicación. Las entidades de crédito únicamente se verían afectadas por la rigurosidad de la norma cuando fueran directamente productoras del daño o cuando se pudiera demostrar su participación dolosa, si bien indirecta, en la causación de los hechos.

(76) La titularidad de la caja se mueve en el terreno de la disponibilidad y no en el de la propiedad de lo depositado. ÁLVAREZ RUBIO, J.: *El contrato bancario de cajas de seguridad*, cit., p. 502, señala que juega a favor del titular del contrato una especie de presunción de titularidad de los bienes que lo legitimaría para solicitar la indemnización pertinente y que sólo se desharía posteriormente en función de las acciones interpuestas por los verdaderos propietarios contra el usuario del habitáculo.

5. La cobertura de los daños mediante póliza de seguro

Aquí sólo vamos a abordar una de las cuestiones que se plantean en el contrato de seguro, a saber, la problemática que se origina en relación al pago de la prima (77).

En efecto, puede suceder que el Banco, a los efectos de eximirse o limitar su responsabilidad, suscriba una póliza de seguro con prima a cargo del Banco y de la que es beneficiario gratuito —se dice— el cliente (78).

En términos estrictamente económicos, dentro del canon o remuneración pagado por el cliente al Banco por el uso y custodia de la caja, se debe incluir la prima del seguro. Si esto sucede (79), se estaría contratando una prestación o servicio accesorio sin conocimiento del cliente y esto supondría un "abuso del tipo contractual" del contrato de cajas de seguridad y estaría en contradicción con lo que se denomina en el derecho italiano el "principio de corrección" (80) o el principio de buena fe (81).

Por eso se entiende, y así se indica ya en algunos formularios de contratos de cajas de seguridad por nosotros consultados (82), que, en aras de la transparencia, la prima del contrato de seguro debe ser satisfecha simultáneamente y de forma separada al "alquiler" de cajas de seguridad. La finalidad es diferenciar entre ambos contratos y entre el precio de ambos, la prima del seguro y el canon por la cesión del uso y custodia de la caja.

---

(77) En relación a otras cuestiones, *vid.* GÁLVEZ DOMÍNGUEZ, E.: *Régimen jurídico del servicio bancario de cajas de seguridad*, cit., pp. 232 y ss. MUÑOZ PAREDES, M.L.: *Comentario a la sentencia de 29 de octubre de 2004*, cit., pp. 1155 y ss. HUERTA VIESCA, M.ªI., RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D.: "Cajas de seguridad bancarias: ¿Puede introducirse dinero de curso legal?", en *RDBB*, 98, 2005, pp. 227 y ss. GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *El alquiler de cajas de seguridad*, cit., pp. 1034 y 1035. MARTÍNEZ ROSADO, J.: *El servicio de alquiler de cajas de seguridad*, cit., pp. 1424 a 1426.

(78) *Vid.* VARA DE PAZ, N.: *Las cajas de seguridad*, cit., p. 1047.

(79) No excluimos que la prima no se repercuta al cliente, ni directa ni indirectamente, y, en este caso, nada hay que objetar. El problema es si dicha prima es repercutida al cliente sin su conocimiento, incluida en el canon de la caja de seguridad o diferenciándola pero incluyéndola en una condición general. *Vid.* MARTÍNEZ DE SALAZAR BASCUÑANA, L.: *Condiciones generales y cláusulas abusivas en los contratos bancarios*, cit., pp. 322 y 323. No obstante ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho de Mercado de Financiero*, cit., p. 750, parece entender que no sería válida, en ningún caso, la repercusión de la prima al cliente, porque ello iría contra la causa del contrato de cajas de seguridad, que es la búsqueda de la seguridad frente al robo. Y, por tanto, no estaría justificado que la entidad de crédito condicione la contratación del alquiler de cajas de seguridad a una cobertura a cargo del titular del daño producido en caso de robo.

(80) Artículo 1175 del Código Civil italiano.

(81) Artículos 57 del Código de Comercio, 1258 del Código Civil, 65, 80.1.c) de la LGDCU. MARTÍNEZ DE SALAZAR BASCUÑANA, L.: *Condiciones generales y cláusulas abusivas en los contratos bancarios*, cit., p. 323.

(82) VARA DE PAZ, N.: *Las cajas de seguridad*, cit., p. 1048.

Aun así, la contratación de un seguro a cargo del cliente podría suponer una exención o limitación de responsabilidad del Banco (83), debiéndose aplicar la solución ya anteriormente vista en materia de cláusulas que eximen o limitan la responsabilidad de la Entidad Bancaria.

Si el cliente de la caja de seguridad es un consumidor, la necesidad de transparencia y de diferenciación de contratos y precios de ambos parece estar más justificada. En este caso, en la información previa al contrato, el empresario deberá poner a disposición del consumidor y usuario el precio completo, con los desgloses correspondientes y con indicación de gastos adicionales por servicios accesorios (84). Posteriormente, tiene la consideración de cláusula abusiva, que afecta al perfeccionamiento y ejecución del contrato, la imposición de bienes o servicios no solicitados y los incrementos de precios por servicios accesorios que no correspondan a prestaciones adicionales susceptibles de ser aceptadas o rechazadas en cada caso (85).

---

(83) Si resulta que el Banco sólo responde por el valor de la suma asegurada y es el cliente quien paga la prima del seguro, se podría estar pactando una exención absoluta de responsabilidad a favor del Banco. De igual forma podría existir una limitación relativa de responsabilidad si el Banco se comprometiera a pagar el exceso de los daños sobre la suma asegurada. *Vid.* VARA DE PAZ, N.: *Las cajas de seguridad*, cit., p. 1409.

(84) LGDCU: "Artículo 60. Información previa al contrato.—1. Antes de contratar, el empresario deberá poner a disposición del consumidor y usuario de forma clara, comprensible y adaptada a las circunstancias la información relevante, veraz y suficiente sobre las características esenciales del contrato, en particular sobre sus condiciones jurídicas y económicas, y de los bienes o servicios objeto del mismo.

2. A tales efectos serán relevantes las obligaciones de información sobre los bienes o servicios establecidas en esta norma y normas que resulten de aplicación y, además: [...] b) Precio completo, incluidos los impuestos, o presupuesto, en su caso. En toda información al consumidor sobre el precio de los bienes o servicios, incluida la publicidad, se informará del precio final completo, desglosando, en su caso, el importe de los incrementos o descuentos que sean de aplicación, de los gastos que se repercutan al consumidor y usuario y de los gastos adicionales por servicios accesorios, financiación u otras condiciones de pago similares".

(85) Artículo 89 de la LGDCU: "Cláusulas abusivas que afectan al perfeccionamiento y ejecución del contrato. En todo caso tienen la consideración de cláusulas abusivas: [...] 4. La imposición al consumidor y usuario de bienes y servicios complementarios o accesorios no solicitados. 5. Los incrementos de precio por servicios accesorios, financiación, aplazamientos, recargos, indemnización o penalizaciones que no correspondan a prestaciones adicionales susceptibles de ser aceptados o rechazados en cada caso expresados con la debida claridad o separación".

Noticias

1. VII Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil

Durante los días 5, 6 y 7 de octubre de 2009 tuvo lugar en la Harvard Law School (Cambridge, Massachusetts) la VII edición del Seminario de Derecho Mercantil que, de manera tan satisfactoria, se viene celebrando anualmente desde su primera edición en el año 2003. Bajo el título *"Financial Crisis: Comparative Perspective USA and Europe* (*Crisis Financiera: Perspectiva Comparada EE.UU. y Europa*)" se trataba de abordar, desde un punto de vista jurídico, la grave crisis financiera que de manera global ha afectado a las diferentes economías mundiales, en especial en Estados Unidos y en Europa. La organización del Seminario corrió a cargo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid y la Harvard Law School, contando, una vez más, con la inestimable colaboración del Real Colegio Complutense en Harvard (en especial, de su director, D. Ángel Sáenz-Badillos y de Elizabeth Kline) así como del Institute for Global Law and Policy. La dirección de esta séptima edición del Seminario fue asumida, como en ediciones anteriores, por el profesor Juan Sánchez-Calero, recayendo la tarea de coordinación en la profesora Isabel Fernández Torres. Del mismo modo, el Seminario ha contado con un generoso respaldo económico por parte del *Banco Santander*, así como por las firmas *Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios* y *Allen & Overy.*

La finalidad de este Seminario ha sido el análisis de algunos de los aspectos más destacados de la crisis que desde el año 2008 ha azotado de manera especialmente virulenta a las diferentes economías. El desarrollo del Seminario ha partido de la puesta en común y examen de los principales problemas jurídicos surgidos tanto en EE.UU. como en Europa y, a fin de aportar soluciones lo más acertadas posibles, se ha desarrollado un intenso debate en torno a las propuestas presentadas por los ponentes.

La enorme calidad de los intervinientes en el Seminario ha permitido abordar un amplio abanico de cuestiones a la hora de afrontar el tema del mismo. Así, el Seminario no se ha centrado en un único aspecto de la crisis, sino que, por el contrario, en las distintas ponencias y comunicaciones presentadas se ha pasado revista a muy diversos problemas que abarcan desde aspectos que podrían calificarse como puramente societarios a los que se refieren más específicamente a la insolvencia de las empresas y, todo ello, no sólo desde una perspectiva jurídica (tanto jurídico-privada como jurídico-penal), sino también económica y de política legislativa.

El Seminario comenzó la mañana del día 5 de octubre con la apertura por parte del profesor Sánchez-Calero, quien agradeció a todos los asistentes su presencia y destacó el éxito que, año tras año, ha tenido el Seminario. A continuación, dio paso a la ponencia del profesor **Allen Ferrell** (*Harvey Greenfield Professor of Securities Law, Harvard Law School)* con el título *"The Financial Crisis and Securities Litigation"*. El profesor Ferrell ofreció una visión general del panorama de reclamación de responsabilidades y daños de los accionistas a los administradores de instituciones financie-

ras y demás entidades. En su exposición puso el acento en los aspectos relativos a la *securities litigation*, en especial en los litigios al amparo de la conocida como Regla 10b.5 de la SEC, destacando la idea de que éstos no tienen demasiada trascendencia práctica para los administradores, que, aun en el caso de ser declarados responsables, están cubiertos por los seguros. También se refirió a las reclamaciones frente a los administradores por *missmanagement*, llamando la atención sobre la reciente decisión de 4 de febrero de 2009 de la Court of Chancery de Delaware en el caso de Citigroup en el que se rechazó la responsabilidad de los administradores al amparo de la conocida como *business judgment rule*.

Tras la intervención del profesor Ferrell se pasó a una primera ronda de comunicaciones. En primer lugar, habló el profesor **Juan Ignacio Signes de Mesa,** cuya comunicación *"What degree of flexibility can be reached by the Commission in the field of competition law in the current context of crisis?(¿Hasta dónde puede llegar la flexibilidad de la Comisión en materia de competencia en el contexto actual de crisis?)"* abordó el problema de la incidencia de la crisis en temas de competencia desde la perspectiva del Derecho comunitario y, en especial, de la cuestión de las ayudas públicas a las empresas. Seguidamente, la profesora **Mónica Fuentes Naharro,** con su comunicación *"An insolvency law perspective on work or services contributions to limited liability companies: a comparative law point of view* (*Una óptica concursal sobre las aportaciones de industria a las sociedades de capital: una perspectiva de derecho comparado*)*",* abordó el tratamiento de la novedosa cuestión de las aportaciones de industria en sociedades de capital como un hecho consumado legislativamente en Italia. Asimismo, expuso la posibilidad de que en Derecho español se adoptara una medida similar. La profesora Fuentes expuso los diversos problemas que una medida semejante podría plantear en nuestro ordenamiento aportando alternativas de reforma. La última comunicación del primer día de Seminario corrió a cargo de la profesora **Isabel Fernández Torres,** quien presentó la comunicación *"Global Assignment of assets and liabilities in the context of bankruptcy* (*La cesión global de activo y pasivo en el marco del convenio concursal*)*"*, donde trató la cuestión de la cesión global de activo y pasivo, no sólo desde la perspectiva de la nueva Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles de 3 de abril de 2009, sino centrándose en el marco del concurso como una de las novedosas medidas que ha ganado importancia en el contexto de la crisis financiera actual.

Tras una breve pausa, se retomó la sesión otorgándose la palabra al profesor **Howell E. Jackson** (James S. Reid, Jr. Professor of Law, Harvard Law School), que expuso su ponencia *"Financial Crisis and Regulatory Reform (Crisis Financiera y Reforma Legislativa)"*. El profesor Jackson presentó el complejo marco de la estructura regulatoria del sistema financiero estadounidense, dividido en una triple vertiente: valores, seguros y entidades de crédito, para, a continuación, presentar el proyecto de reforma que la nueva administración norteamericana se dispone a acometer. A modo de comparación, presentó diversos modelos de regulación alternativos como los de Reino Unido, Japón, Australia o Nueva Zelanda. El profesor Jackson llamó la atención sobre los principales problemas que el actual sistema presenta y que la reforma pretende solucionar. Entre ellos destacó la complejidad del sistema acentuada por el hecho de la duplicidad regulatoria representada por las entidades de control a nivel federal y

los distintos organismos estatales y las dificultades de coordinación que en muchas ocasiones conlleva; la pobre y poco coordinada protección de los consumidores o la falta de coordinación y cooperación internacional. A continuación, presentó los diferentes aspectos de la reforma y destacó la utilidad de algunos de los nuevos organismos de control que se pretenden implantar, especialmente el *Financial Services Oversight Council*.

La última ponencia del día corrió a cargo del profesor **Juan Sánchez-Calero Guilarte** (Catedrático de Derecho Mercantil UCM), quien habló sobre *"La influencia de la regulación en la crisis financiera (Regulation influence on financial crisis)"*. Partiendo del análisis de algunos de los principales detonantes de la actual crisis financiera que afecta a las diferentes economías y centrándose en el caso español, el profesor Sánchez-Calero presentó una visión crítica del aluvión de medidas regulatorias que se han tomado, en gran medida sin demasiada reflexión. Además, planteó la cuestión de la verdadera naturaleza de la crisis distinguiendo entre la crisis económica y la crisis financiera y pasó revista a las diferentes soluciones internacionales con referencia a la armonización internacional de la regulación bancaria y financiera, a la política monetaria y a la autonomía de las políticas de supervisión y al papel del G-20 como foro de reacción. Del mismo modo, abordó la posición de las entidades financieras españolas y las ayudas de estado recibidas por algunas de ellas, con especial referencia a la situación de las cajas de ahorro. Otro de los temas abordados en la ponencia fue el papel de accionistas y administradores en la crisis de las entidades de crédito, en particular en lo que se refiere al sistema de gobierno corporativo y a las políticas retributivas, con señalada mención de la recomendación de 30 abril de 2009 de la Comisión 2009/384/CE.

La mañana de la segunda jornada de Seminario comenzó con la ponencia de la profesora **Carmen Alonso Ledesma** (Catedrática de Derecho Mercantil UCM) con el título *"La segregación como fórmula de reestructuración empresarial ante la crisis (Segregation as restructuration of businesses on crisis)"*. La profesora Alonso presentó la figura de la segregación como una opción de reestructuración de sociedades que, en el ambiente de crisis actual, se manifiesta como una medida de diversificación de riesgos. Planteó a los asistentes los diversos problemas que se presentan con esta figura. De un lado, el porqué de la inclusión por el legislador de la segregación en el ámbito de las modificaciones estructurales. Además, abordó la cuestión de si la segregación ha sustituido a las aportaciones de rama de actividad, apoyándose en las diferentes posturas doctrinales y defendiendo su opinión acerca de lo discutible de esta afirmación. Igualmente hizo referencia a la conveniencia o no de la segregación en situaciones concursales.

Tras el encendido debate que acompañó a la ponencia de la profesora Alonso, se dio paso a la segunda ponencia de la jornada presentada por el profesor **Alan Dershowitz** (*Felix Frankfurter Professor of Law, Harvard Law School),* con el título *"The globalization of criminal law (La Globalización de la ley penal)"*. Con una visión apartada de la puramente mercantilista, el profesor Dershowitz expuso a los asistentes los principales problemas que la globalización de las relaciones plantea en el ámbito penal general partiendo de la recapitulación sobre la posición de los Estados Unidos en

el marco de las relaciones penales internacionales, en concreto sobre su participación en los tribunales penales internacionales. Además, y dada su dilatada experiencia en este campo, el profesor Dershowitz amenizó su ponencia con una nutrida compilación de anécdotas, mostrando a los asistentes con especial orgullo la fotografía de su expulsión de un hotel en Ginebra (Suiza) tras incitar a los periodistas, que en ese momento entrevistaban al presidente iraní Mahmud Ahmadineyad, a que le preguntaran acerca de su concepción del holocausto.

La tercera ponencia del día estuvo a cargo de la profesora **Juana Pulgar Ezquerra** (Catedrática de Derecho Mercantil UCM). La ponencia, de título *"Refinanciaciones de deuda y responsabilidad de la Banca en procedimientos concursales (Debt refinancing and Bank liability on insolvency proceedings)",* expuso la complicada situación a la que se enfrentan las entidades financieras en el marco de las refinanciaciones de deuda en el contexto de crisis actual. Por un lado, si continúan con la financiación podría tratarse de una concesión abusiva de crédito, no regulada en nuestro ordenamiento. Sin embargo, si la suspenden, podrían enfrentarse a situaciones de interrupción brutal de crédito. Destacó la necesidad de dotar de cierta seguridad jurídica a la banca para evitar que corten las concesiones de crédito. La profesora Pulgar, centrándose en el Derecho español pero con referencias al Derecho comparado, expuso una serie de ideas con vistas a una futura reforma. Fijando su atención en el Real Decreto Ley 9/2009, de 6 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, destacó el tratamiento garantista de las refinanciaciones de deuda dotándolas de mayor protección y protegiendo a las entidades refinanciadoras frente a las rescisiones concursales; especialmente, como núcleo de su exposición, se refirió al tema de las refinanciaciones en las condiciones de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal.

Tras las ponencias de la primera parte de la mañana, se dio paso a la ronda de comunicaciones de la segunda jornada del Seminario. La primera comunicación la realizó Dña. **María Dolores Conde Ruano:** *"Crisis global y financiera: la posición del Banco Santander (Global and financial crisis: Santander's view)",* en la que presentó las líneas generales del modelo de negocio que ha seguido el Banco Santander en los últimos años. Presentando como mayores logros del banco la menor presencia de productos tóxicos, una elevada diversificación, un sólido modelo de banca comercial, una gran fortaleza de balance o la gestión activa de la cartera de negocios; destacó que se hubiera logrado que el Banco Santander se haya situado como una de las entidades financieras menos afectadas y con mayor capacidad de respuesta ante la reciente crisis. A continuación presentó su comunicación el profesor **Fernando Marín de la Bárcena,** con el título *"Equitable subordination and recharacterization of Shareholder Claims in Bankruptcy Proceedings: comparative perspectives (Subordinación y recalificación de créditos de socios en el proceso concursal: perspectivas de Derecho comparado)"*. Como punto de partida en el derecho norteamericano, el profesor Marín de la Bárcena expuso las dos principales doctrinas jurisprudenciales existentes y que se basan, por un lado en la *equitable subordination* o subordinación de créditos por mala conducta, y, por otro, en la doctrina de la recaracterización, consistente en la recalificación de la prestación del socio al concursado para determinar si se trata de una aportación de capital o bien de un préstamo. También prestó especial atención a la

situación de Alemania, que ha optado por el régimen de la subordinación de préstamos concedidos por el socio (salvo determinadas excepciones). A la vista de su exposición propuso una reinterpretación del régimen existente en nuestra Ley concursal al amparo de las teorías del Derecho comparado. La siguiente comunicación corrió a cargo del profesor **José Carlos González Vázquez** bajo el título *"Reform of executives compensation and financial meltdown (present and future) (La reforma de la retribución de los ejecutivos de entidades financieras y crisis: presente y futuro)"* quien destacó que la retribución de los ejecutivos ha sido una de las más debatidas cuestiones en la investigación de la actual crisis financiera. En su comunicación analizó las diferentes medidas y propuestas llevadas a cabo tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea, y, tras una valoración crítica de éstas, formuló una propuesta de conclusiones, entre las que destacó la idea de la precipitación que ha caracterizado todas estas medidas y la utilización del asunto de la retribución de los consejeros como chivo expiatorio sin que se haya demostrado que dicha retribución haya tenido una influencia efectiva en la situación actual de crisis. Además, destacó la necesidad de que la cuestión se aborde más desde una perspectiva de principios afectando a la estructura del sistema que como una discusión sobre cuantías. Finalmente, la última intervención del día correspondió a la profesora **Carmen Galán López,** quien presentó la comunicación *"Reformas del gobierno para potenciar los convenios anticipados en el concurso"*. La cuestión fundamental se centró en el análisis de las reformas introducidas por el Real Decreto Ley 3/2009, destacando el intento de primar el convenio anticipado que se presenta con la solicitud del concurso a fin de incentivar el salvamento de la empresa.

La última jornada del Seminario tuvo lugar la mañana del miércoles 7 de octubre comenzando con una serie de comunicaciones. En primer lugar el profesor **Nemesio Vara de Paz** habló sobre *"La venta con pérdida"*. Comenzó señalando la relevancia de la venta con pérdida en épocas de crisis económica, diferenciando esta figura de la del "dumping". En relación a la venta con pérdida, y antes de analizar el Derecho español, procedió al estudio de la figura en el Derecho estadounidense y en el Derecho comunitario. Con relación al Derecho español se recordó que el artículo 38 de la Constitución preside toda esta materia, ya que en él se consagra el principio de libertad de empresa, del que deriva el principio de la libre competencia y, de éste, el principio de la libre fijación de precios. A continuación se señaló cómo la represión de esta práctica puede realizarse a través de la Ley de Defensa de la Competencia de 2007, del mismo modo que se examinó la regulación que de la venta a pérdida hace el artículo 17 de la Ley de Competencia Desleal de 1991. Finalmente se estudió la regulación de la venta con pérdida contenida en el artículo 14 de la Ley de ordenación del comercio minorista de 1996. Seguidamente, bajo el título *"Good faith and fair dealing on Internacional Trade (Buena fe y lealtad negocial en el comercio internacional)"*, la profesora **María de la Sierra Flores Doña** abordó el tratamiento del significado renovado del principio de buena fe y lealtad negocial. Éstos son términos que han estado en los últimos tiempos presentes en multitud de contratos y cuya invocación es muy frecuente, destacando su importancia en los laudos arbitrales. Asimismo, destacó la importancia de este principio en los concursos internacionales como elemento integrador del supuesto de hecho que sirve de elemento de interpretación de la aplicación de precep-

tos concursales. La tercera comunicación de la mañana fue presentada por la profesora **Sagrario Navarro Lérida** bajo el título *"'Covenants': replacement of legal capital regime or insolvency law change? (Los 'covenants': ¿sustitución del régimen de capital social o modificación del derecho concursal?)"*. Concebidos como prestaciones accesorias de dar o hacer en contratos de crédito, existen dos tipos: *financial* o *corporate.* Bajo este título, la profesora Navarro expuso la cuestión de la finalidad de los *covenants* como búsqueda de un régimen de protección de los acreedores al margen del capital, planteando entonces la cuestión de la situación de aquellos acreedores "débiles" que no pueden incluir *covenants* en sus contratos y cuya posición, en caso de llegar a una situación concursal, se vería perjudicada. La cuestión giró en torno al modo de proteger la posición de los acreedores desde una triple perspectiva: concursal, societaria y de la autonomía de la voluntad.

Tras esta primera ronda de comunicaciones tuvo lugar la ponencia del profesor **Guhan Subramanian** (*Joseph Flom Professor of Law & Business, Harvard Law School, and H. Douglas Weaver Professor of Business Law, Harvard Business School)* bajo el título *"Deploying the TARP: Three Strikes in Deal Process Design"*. Con esta ponencia el profesor Subramanian trató de presentar a los asistentes el programa de auxilio de activos problemáticos (*Troubled Assets Relief Program)* iniciado por el Gobierno norteamericano como respuesta a la crisis financiera de 2008. Para ello se centró en lo que él considera los tres grandes fallos (o *strikes*, adoptando la terminología del *baseball*, deporte nacional en Estados Unidos) que han caracterizado al citado programa. El primero de ellos ha sido el intento de recompra de los conocidos como "productos tóxicos" (*toxic assets*) a través de una inyección de 700 billones de dólares. El segundo *strike* se ha considerado la pobre estructura del programa de inversión público-privado (*Public-private Investment Program*) a través del cual el Estado dota de protección a las inversiones privadas en los productos tóxicos. En tercer lugar encontraríamos el enrevesado proceso de negociación para la recompra de los *warrants* del *TARP* con la problemática de la determinación del "adecuado precio de mercado" (*fair market value*), lo cual podría haberse evitado a través de subastas. De este modo, la idea principal que planteó Subramanian estribaba en la dicotomía entre negociación o subasta a la hora de determinar el sistema de recompra de los productos tóxicos.

Tras una breve pausa, se retomó la jornada con la comunicación presentada por el profesor **Alfredo Muñoz García** *"Critical approach to the discharge (Aproximación crítica a la exención de pasivo)"*. Destacando el hecho de que el llamado *"fresh start*" no tiene regulación en nuestro sistema, frente a otros sistemas que sí lo contemplan. El profesor Muñoz planteó las distintas controversias que pueden surgir en caso de admitir la extinción del pasivo del deudor persona física, planteando en torno a esta cuestión tres preguntas fundamentales. En primer lugar, si tendría o no cabida en nuestro ordenamiento este *"fresh start",* en segundo lugar, si debería o no existir y, en tercer lugar, el saber qué deudas se extinguirían. Como posibles soluciones a la cuestión aportó una serie de ideas de reforma en torno a medidas concursales y paraconcursales. La última comunicación del Seminario fue ofrecida por el profesor **José Luis Colino Mediavilla,** con el título *"Subordinated debt: accounting concept (Deuda subordinada: significado contable)"*. El profesor Colino desarrolló una ponencia so-

bre el significado contable de la deuda subordinada, con particular atención a la regulación especial de los préstamos participativos. A su juicio, supone una vulneración del Derecho Comunitario de sociedades de capital, que, aparte de la posibilidad de que sea anulada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, aconseja una interpretación restrictiva que evite su extensión a otros tipos de deuda subordinada.

Tras la última intervención tuvo lugar la clausura del seminario a cargo de **Ángel Sáenz-Badillos** (Director del Real Colegio Complutense en Harvard) y **Carmen Alonso Ledesma,** quien agradeció al primero la colaboración que desde el primer momento ha prestado el Real Colegio Complutense, haciendo posible la celebración, año tras año, de este Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. Igualmente, destacó la importancia de los interesantes debates que sucedieron a cada una de las ponencias, en las que los participantes pudieron tomar parte activa en el Seminario aportando diversas soluciones y planteando nuevas perspectivas en torno a los temas presentados. Todo ello ha dotado a este VII Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil de una gran riqueza y exhaustividad que, sin lugar a dudas, se verán reflejadas en las diferentes publicaciones que tendrán lugar como resultado del Seminario. Asimismo, la profesora Alonso se congratuló del éxito de éste y aprovechó para felicitar a todos los ponentes por el gran nivel demostrado durante las precedentes jornadas, agradeciendo a todos los demás participantes su asistencia.

Cristina Guerrero Trevijano

2. MODIFICACIONES REGLAMENTARIAS EN LA REGULACIÓN DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES: EL REAL DECRETO 1299/2009

1. En el BOE del sábado 1 de agosto de 2009 se publicó el Real Decreto 1299/2009, de 31 de julio, por el que se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero (en adelante, RPFP) (sobre esta normativa, ver nuestro *Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones,* Thomson Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 271 y ss.). Las modificaciones de este Real Decreto 1299/2009, que entró en vigor el 2 de agosto de 2009, afectaron a aspectos concretos de los planes y de los fondos de pensiones.

2. En cuanto a los planes de pensiones, se modifica el apartado 3 del artículo 9 del RPFP para suprimir la exigencia de que sus partícipes permanezcan un plazo de 12 meses continuados en situación de desempleo para permitir que hagan efectivos sus derechos consolidados. Por lo tanto, será bastante para hacer efectivos aquellos derechos que el partícipe esté en situación legal de desempleo, no tenga derecho o haya agotado las prestaciones de desempleo en su nivel contributivo y esté inscrito como demandante de empleo en el servicio público correspondiente. Para el caso de trabaja-

dores autónomos que hubieran estado plenamente integrados en un régimen de la Seguridad Social, deberán acreditar los dos últimos requisitos.

Estamos, por lo tanto, ante una medida consustancial a la crisis económica, que pretende facilitar el acceso al ahorro acumulado en los planes de pensiones por parte de los partícipes que vean mermada sensiblemente su renta disponible.

3. En cuanto a los fondos de pensiones, se introducen dos modificaciones derivadas de la aplicación del Plan de Reducción de Cargas Administrativas y de Mejora de la Regulación, adoptado por Acuerdo del Consejo de Ministros de 14 de agosto de 2008. Se trata, en concreto, de eliminar la exigencia de previa autorización administrativa para la configuración de los fondos de pensiones abiertos, modificando el texto de los artículos 56.2 y 60.2, 6 y 7 del RPFP.

Javier Fernández Alen

3. EL TIMBRE COMO FUNDAMENTO DE EXCEPCIÓN CAMBIARIA

Dentro del Derecho cambiario se ha configurado como una excepción clásica frente a la acción ejecutiva del impago de letras de cambio aquella que se fundamenta en el defecto del timbre del título en cuestión. En una reciente sentencia de fecha 10 de julio de 2009 (JUR\2009\339652), la Sala Primera del Tribunal Supremo ha venido a determinar la plena vigencia bajo la actual legislación procesal (Ley de Enjuiciamiento Civil del año 2000), de la doctrina jurisprudencial que, bajo la vigencia de la LEC de 1881, exigía como requisito para el válido ejercicio de la acción ejecutiva cambiaria el previo cumplimiento del requisito formal de la liquidación del timbre establecido por la legislación relativa al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

En el presente supuesto, la Tesorería General de la Seguridad Social actuó como demandante ejecutivo que reclamaba la ejecución de una letra y la posterior sentencia de remate. El importe de la letra superaba los cuarenta y dos millones de pesetas, si bien el timbre correspondiente era el referido a las sumas comprendidas entre 16 y 32 millones de pesetas. Formulada oposición por la demandada, ésta fue estimada por el Juzgado de Primera Instancia, cuya resolución fue confirmada por la Audiencia Provincial, lo que dio lugar a la interposición del correspondiente recurso de casación, que el Tribunal Supremo desestima por medio de su sentencia de 10 de julio de 2009.

Se interpuso recurso de casación por interés casacional alegando una interpretación incorrecta del artículo 67.1 de la Ley Cambiaria y del Cheque en relación con el artículo 37.1 del Texto Refundido de la Ley sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

El Tribunal Supremo desestimó el recurso por entender que mantiene toda su vigencia la doctrina acuñada bajo la anterior LEC y que, en síntesis, requería el cumplimiento de las exigencias fiscales por parte de una letra que fundamentaba el ejercicio de la acción cambiaria. Que el artículo 67 de la vigente Ley Cambiaria no prevea la infracción fiscal como una excepción oponible no altera la situación, al establecerse en su disposición final primera, párrafo segundo, una remisión a la reglamentación del correspondiente impuesto. Así las cosas, entiende el Tribunal Supremo que son asimilables los razonamientos aplicados al juicio ejecutivo en la LEC de 1881, al juicio cambiario regulado en los artículos 819 y siguientes de la LEC, lo que llevó a la desestimación del recurso de casación.

Juan Sánchez-Calero

4. MODIFICACIÓN SOBRE EL EXTRAVÍO, SUSTRACCIÓN O DESTRUCCIÓN DE LA LETRA DE CAMBIO

En la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva oficina judicial (que, como se sabe, entra en vigor a los seis meses de su publicación en el BOE de 4 de noviembre), entre otras modificaciones, su artículo 7 da una nueva redacción a los tres primeros párrafos del artículo 85 de la Ley 19/1985 Cambiaria y del Cheque.

En su apartado primero declara que será Tribunal competente el de la localidad fijada en la letra para su pago. El párrafo segundo declara, reproduciendo prácticamente el precedente, que la denuncia que haga el tenedor desposeído deberá indicar los requisitos esenciales de la letra de cambio y, si se trata de una letra en blanco, los que fueren suficientes para identificarla, así como las circunstancias en que vino a ser tenedor y las que acompañaron a la desposesión. Deberá acompañar los elementos de prueba de que disponga y proponer aquellos otros medios de prueba que puedan servir para fundamentar la denuncia.

El párrafo tercero modifica el anterior en el sentido de dar un mayor protagonismo al secretario judicial, ya que establece que, cumplidos los requisitos previstos en los párrafos anteriores, el Secretario Judicial admitirá la denuncia. En otro caso dará cuenta al Tribunal para que resuelva lo que proceda. Admitida la denuncia, el Secretario Judicial dará traslado al librado o al aceptante, ordenándole que, si fuera presentada la letra al cobro, retenga el pago y ponga las circunstancias de la presentación en conocimiento del Juzgado. Igual traslado se dará al librador y demás obligados cuando fueren conocidos y se supiere su domicilio. Todos podrán formular ante el Juez, dentro de los diez días siguientes, las alegaciones que estimen oportunas.

Se trata, por consiguiente, de una modificación de escaso alcance, cuya preocupación esencial es realzar el protagonismo del Secretario Judicial a los efectos de descargar de trabajo al Tribunal.

Alberto Ayala

5. NOVEDADES REGLAMENTARIAS EN LA ORDENACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS SEGUROS PRIVADOS: EL REAL DECRETO 1298/2009

1. En el BOE del sábado 1 de agosto de 2009 se publicó el Real Decreto 1298/2009, de 31 de julio, por el que se modifica el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre (en adelante, ROSSP), y el Reglamento de Mutualidades de Previsión Social, aprobado por Real Decreto 1430/2002, de 27 de diciembre (en adelante, RMPS). Las modificaciones de este Real Decreto 1298/2009, que entró en vigor el 2 de agosto de 2009, han tenido como denominador común la aplicación del Plan de Reducción de Cargas Administrativas y de Mejora de la Regulación adoptado por Acuerdo del Consejo de Ministros de 14 de agosto de 2008.

2. El primer bloque de modificaciones del ROSSP afecta a las condiciones de acceso a la actividad aseguradora por parte de las entidades aseguradoras (ver nuestro *Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones,* Thomson Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 67 y ss.) y, así, se da nueva redacción a los artículos 2.3, 5 y 26 del ROSSP para simplificar el sistema de consultas administrativas sobre las dudas que puedan surgir sobre la calificación de una operación a efectos de su sometimiento a la LOSSP y al ROSSP, la notificación a la DGSFP de las modificaciones de la documentación que haya servido de base para el otorgamiento de la autorización administrativa de acceso a la actividad aseguradora y el seguimiento por la DGSFP del cumplimiento del programa de actividades por las entidades aseguradoras durante los tres primeros ejercicios.

3. El segundo bloque de modificaciones del ROSSP afecta a las condiciones de ejercicio de la actividad aseguradora (ver nuestro *Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones*, Thomson Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 77 y ss.) y, dentro de ellas, a las modificaciones estructurales de las entidades aseguradoras, entendidas en sentido amplio. Así, simplifican los trámites para la autorización de las cesiones de cartera (modificando los apartados 1, 2, 4 y 7 del artículo 70 del ROSSP), de las transformaciones (modificando los apartados 1, 2 y 4 del artículo 71 del ROSSP), de las fusiones (modificando los apartados 1, 2, 4 y 7 del artículo 72 del ROSSP), de las escisiones (modificando los apartados 3, 6 y 8 del artículo 73 del ROSSP). Además, se simplifica la documentación que deben remitir los liquidadores de entidades asegura-

doras a la DGSFP (modificando el artículo 87) y se establece el deber particular de información en el caso de seguros de decesos, añadiendo un nuevo artículo 105 bis al ROSSP.

4. Por último, el Real Decreto 1298/2009 modifica el artículo 13.2 del RMPS simplificando la documentación exigible para la autorización administrativa de la ampliación de la actividad de estas Mutualidades y, en concreto, de su acceso a la actividad aseguradora.

Javier Fernández Alen

6. DIRECTIVA 2009/102/CE RELATIVA A LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA UNIPERSONALES

La Directiva 2009/102/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único (DOUE L 259, de 2 de octubre de 2009, pp. 14 y ss.), representa una versión codificada de la Duodécima Directiva 89/667/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, con el mismo nombre, en la que se incorporan, refundidas, las diversas modificaciones que ha sufrido desde su promulgación en el año 1989. Su promulgación obedece al intento de proporcionar una mayor racionalidad y claridad en este materia, así como a coordinar determinadas garantías —a fin de hacerlas equivalentes en toda la Comunidad— exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el artículo 48, 2.º del Tratado, para proteger los intereses de socios y terceros.

Para el legislador europeo es necesario un instrumento jurídico que permita limitar la responsabilidad del empresario individual en toda la Comunidad, si bien permite a los Estados miembros prever ciertas disposiciones especiales o sanciones cuando una persona física sea socio único de varias sociedades o cuando una sociedad unipersonal o cualquier otra persona jurídica sea socio único de una sociedad. Este margen de discrecionalidad a los Estados obedece al deseo de tener en cuenta las particularidades que existen en determinadas legislaciones nacionales.

Mónica Fuentes Naharro

7. LA NUEVA ESTRUCTURA CENTRALIZADA DE SUPERVISIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA UNIÓN EUROPEA: LAS PROPUESTAS REGULATORIAS DE LA COMISIÓN DE 23 DE SEPTIEMBRE DE 2009 PARA LA CREACIÓN DEL CONSEJO EUROPEO DE RIESGO SISTÉMICO Y DEL SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISORES FINANCIEROS

1. La crisis financiera global acaecida desde 2007 ha sido rica en enseñanzas sobre los fallos de regulación y supervisión de los mercados financieros que no han impedido aquella crisis e incluso pudiera decirse que la han facilitado. Una de las lecciones más importantes que nos ha dado la crisis financiera consiste en que no es posible controlar unos mercados financieros globales con instrumentos de regulación y autoridades de supervisión locales o regionales, por mucha coordinación que se quiera establecer. Por ello, es preciso que, al menos en los espacios internacionales más relevantes, existan autoridades de supervisión únicas que garanticen la supervisión unitaria y la coordinación de las autoridades locales.

2. En este sentido, en el ámbito de la Unión Europea, el Informe Laroisière de febrero de 2009 (v. nuestra noticia sobre "El Informe Laroisière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera", en esta *RDBB*. 114, 2009, pp. 282 y ss.) diagnosticaba la fragmentación ineficiente de la regulación y supervisión financiera en el ámbito de la Unión Europea y, por ello, concluía indicando la necesidad de crear un Marco Europeo de la Estabilidad Financiera que se integre por un sistema de supervisión macro-prudencial, a cargo de un Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos, y un sistema de supervisión micro-prudencial, a cargo de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera.

3. En desarrollo de las sugerencias del Informe citado, el pasado 23 de septiembre de 2009, la Comisión Europea ha anunciado una serie de propuestas normativas (V. European Commission, "Commission adopts legislative proposals to strengthen financial supervision in Europe", Brussels 23 September 2009, IPP/09/1347) dirigidas a crear sendos organismos comunitarios de control que prevengan las debilidades detectadas como consecuencia de la crisis financiera a dos niveles: la supervisón macro-prudencial correrá a cargo del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB) y la supervisión micro-prudencial corresponderá al Sistema Europeo de Supervisores Financieros (European System of Financial Supervisors, ESFS).

4. El ESRB supervisará los riesgos para la estabilidad del sistema financiero en su totalidad y dará señales de alarma cuando detecte riesgos sistémicos, haciendo las recomendaciones que resulten precisas, en su caso, para solventar tales riesgos. En concreto, el ámbito de los riesgos sistémicos que deberá supervisar el ESRB es muy amplio y abarcará desde la situación financiera de los bancos hasta las burbujas de activos, pasando por el funcionamiento adecuado de las infraestructuras de los mercados (v. V. European Commission, "New financial supervision architecture: Q&A on the European Systemic Risk Board/the macro-supervision part of the package", Brussels 23 September 2009, MEMO/09/405).

5. El ESFS supervisará las entidades financieras individuales y consistirá en una red de autoridades nacionales de supervisión que trabajarán en colaboración con

las Autoridades Supervisoras Europeas ("European Supervisory Authorities") que se crearán mediante la transformación de los Comités que existen en materia bancaria, de valores y de seguros y pensiones. Estas Autoridades serán la Autoridad Bancaria Europea ("European Banking Authority", EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones ("European Insurance and Occupational Pensions Authority", EIOPA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados ("European Securities and Markets Authority", ESMA). [V. European Commission, "European System of Financial Supervisors (ESFS)", Brussels 23 September 2009, MEMO/09/404]. Esta estructura trilateral de autoridades de supervisión parece consolidar la adecuación tradicional de las autoridades supervisoras a la tripartición regulatoria clásica del mercado financiero en tres sectores: el bancario, el del mercado de instrumentos financieros y el de seguros y fondos de pensiones. De este modo, parecen alejarse, de momento, en el horizonte próximo las reformas del modelo de supervisión financiera que patrocinaban concentrar la supervisión en dos autoridades dedicadas a la solvencia y a la actuación de las entidades financieras (el modelo holandés denominado "twin peaks").

Alberto Javier Tapia Hermida

8. NUEVA DIRECTIVA SOBRE OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y DE DOCUMENTACIÓN EN EL CASO DE FUSIONES Y ESCISIONES

La Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME), que entró en vigor el pasado 4 de julio, se definía a sí misma como una solución transitoria a la espera de una codificación o compilación de nuestro Derecho de sociedades, cuyo primer paso debiera ser la refundición de las vigentes leyes bajo la nueva *"Ley de Sociedades de Capital"* (Disposición final séptima de la LME).

En esa situación irrumpe la obligación que para España supone la necesidad de adaptar su ordenamiento y, en concreto, la tan reciente LME, a los cambios introducidos por la Directiva 2009/109/CE, de 16 de septiembre de 2009 (DOUE L 259, de 2 de octubre de 2009, pp. 14 y ss.), en la Segunda, Tercera y Sexta Directivas en materia de sociedades y en la Directiva de 2005 que regula las fusiones transfronterizas. La trasposición de la Directiva 2009/109/CE deberá producirse antes del 30 de junio de 2011.

La idea inspiradora de la nueva Directiva resulta irreprochable: simplificar los mecanismos de publicidad exigibles en operaciones de modificación estructural, así como los deberes informativos que se imponen a las sociedades que participan en tales operaciones. En esa orientación, se produce una diferenciación entre el régimen aplicable a sociedades cotizadas y a las que no lo son.

Las disposiciones más llamativas de la nueva Directiva se refieren, en primer lugar, a la dispensa de elaboración de los documentos exigidos en la fase previa o preparatoria de la fusión en aquellos casos en los que así lo hubieren acordado todos los socios con derecho a voto de todas y cada una de las sociedades que participen en la fusión. Esto rige para el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión, para el informe de expertos independientes y para el balance de fusión. Se trata de una previsión que había tomado en cuenta la LME con respecto al segundo de los documentos señalados, pero que ahora habrá de generalizarse.

En segundo término, la elaboración de un *"balance de fusión"*, que la Directiva enuncia como *"estado contable"*, tampoco será necesario cuando estemos ante una sociedad cotizada que, observando la legislación del mercado de valores que le resultara aplicable, estuviera obligada a la publicación de un informe financiero semestral, que deberá ser puesto a disposición de los accionistas.

En tercer lugar, la difusión y puesta a disposición de los citados documentos con carácter previo a la junta general se ve simplificada para aquellas sociedades que dispongan de una página *web*, como es el caso de las sociedades cotizadas españolas. En lugar de tener a disposición los indicados documentos en el domicilio social a partir de la convocatoria de la junta general, bastará con que esa puesta a disposición se haga a través de la página *web "durante un período ininterrumpido, iniciado al menos un mes antes del día fijado para la junta general"* que debe decidir sobre la fusión.

Juan Sánchez-Calero

9. FRANCIA: SOBRE LA OBLIGACIÓN DE LA BANCA DE ACEPTAR EL RECHAZO, POR PARTE DEL TITULAR, DE UN CARGO EFECTUADO EN SU TARJETA

Con una sentencia de 20 de enero de 2009, la *Chambre Commerciale* francesa ha realizado una importante contribución al régimen jurídico de las tarjetas de crédito en el país galo. En este polémico caso, el Tribunal ha considerado que, a pesar de que el artículo L.132-2 establece que cualquier cargo efectuado en una tarjeta de crédito es irrevocable (excepto en casos de pérdida, robo o uso fraudulento, donde se otorgaba al titular un derecho de oponerse al cargo), en esta ocasión debía el Banco aceptar la oposición del titular de la tarjeta (esto es, el rechazo del cargo) a pesar de que no concurría ninguno de los motivos referidos por la Ley. Entendió el Tribunal que, si bien es cierto que la solución legal está fundada en la irrevocabilidad del mandato, en este caso, tratándose de un pago a distancia por la simple comunicación del número de la tarjeta, dicho pago escapaba a la irrevocabilidad del mandato y bastaba con que el cliente rechazase expresamente el cargo y exigiese el reembolso de las cantidades adeudadas.

Mónica Fuentes Naharro

10. UNIFICACIÓN DE CRITERIOS SOBRE LA EXCEPCIÓN EN PROCEDIMIENTO CAMBIARIO DEL DEFECTUOSO CUMPLIMIENTO DEL CONTRATO SUBYACENTE

Los magistrados de las Secciones Civiles de la Audiencia Provincial de Madrid, en su reunión de 24 de septiembre de 2009, celebraron una jornada sobre la unificación de criterios con relación a determinados puntos.

Uno de ellos fue el de la posibilidad de utilizar, dentro del procedimiento cambiario, la excepción basada en el defectuoso o inadecuado cumplimiento del contrato subyacente (*excepto non rite adimpleti contractus*).

La frecuencia de la presentación de esta excepción es notoria, así como el criterio dominante de su no admisibilidad en términos generales, si bien con alguna excepción. Examinado este problema, los magistrados de las distintas Secciones Civiles de la Audiencia Provincial de Madrid fueron del criterio prácticamente unánime de rechazar la posibilidad de utilizar, dentro de ese procedimiento, la excepción simplemente basada en el defectuoso cumplimiento del contrato causal subyacente al amparo de la remisión que efectúa el artículo 824.2 de la LEC al artículo 67 de la Ley Cambiaria y del Cheque, que parece no limitar las excepciones oponibles entre las partes intervinientes en el contrato causal. No obstante, los magistrados estuvieron de acuerdo en considerar que tal excepción, en términos generales, no debía ser admisible en el procedimiento cambiario.

Por el contrario, los magistrados estuvieron de acuerdo, con un amplio criterio mayoritario, en que debía admitirse la posibilidad de que prospere, en ese procedimiento cambiario, la excepción del defectuoso cumplimiento del contrato causal subyacente sólo en los supuestos en que ese incumplimiento sea de tal entidad que quede frustrado el fin contractual por tratarse de un incumplimiento de lo esencial, patente y relevante.

Alberto Ayala

11. RESOLUCIÓN DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LA COMPETENCIA DE 29 DE MAYO DE 2009: INEXISTENCIA DE CONDUCTAS PROHIBIDAS EN LA CELEBRACIÓN DE LOS SEGUROS DE VIDA PARA GARANTIZAR LA RESTITUCIÓN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS POR ENTIDADES DE CRÉDITO

1. En nuestro mercado financiero tiene una gran importancia cuantitativa la celebración de seguros de vida con entidades aseguradoras destinados a garantizar la restitución de préstamos hipotecarios contraídos con entidades de crédito que, en mu-

chos casos, son las matrices del conglomerado financiero o grupo transectorial que integra a aquellas aseguradoras. Estos negocios financieros vinculados presentan, además, desde el punto de vista cualitativo, un grado muy notable de complejidad porque concitan aspectos propios de la regulación bancaria y de la aseguradora. En este sentido, el examen de cualquier repertorio de Jurisprudencia sobre seguros de personas de los últimos años pone de manifiesto el altísimo grado de litigiosidad en la aplicación de los seguros de vida contratados para garantizar la restitución de los préstamos bancarios con garantía hipotecaria para los casos de fallecimiento o invalidez del prestatario o prestatarios que ocupan la posición de asegurados en las pólizas de seguro correspondientes. En concreto, los juzgados y tribunales se han pronunciado, básicamente, sobre los siguientes aspectos conflictivos: la subordinación del seguro de vida al préstamo bancario y sus consecuencias sobre la cobertura del seguro, la contratación de estos seguros mediante la red bancaria y sus consecuencias sobre el deber de declaración del riesgo y las diferentes estructuras personales y sus consecuencias sobre la aplicación de la indemnización del seguro de vida a la amortización del préstamo bancario (v. al respecto nuestros estudios "El seguro de vida como instrumento de ahorro y previsión", en la *Revista Española de Seguros* núm. 126, 2006, pp. 229 a 264; y "Aspectos polémicos y novedosos del Seguro de Vida", publicado como *e-print* del Departamento de Derecho Mercantil en la página web de la Biblioteca de la Universidad Complutense de Madrid, documento 2006/2, marzo 2006).

2. Por lo anterior, tiene un especial interés la Resolución de la Comisión Nacional de la Competencia de 29 de mayo de 2009, que resuelve el recurso 2789/2009, derivado de la denuncia formulada en su día por AUSBANC contra una serie de entidades de crédito, concluyendo lo siguiente: "De acuerdo con el artículo 53.1.c) procede declarar que no ha resultado acreditado la existencia de prácticas prohibidas por el artículo 1 de la Ley 16/1989 relativas a la vinculación de la concesión de préstamos personales e hipotecarios a la suscripción de un seguro de vida o de amortización con una aseguradora perteneciente a su mismo grupo empresarial por parte de las 21 entidades de crédito imputadas".

3. Los antecedentes de dicha Resolución son particularmente extensos y complejos, por lo que procedemos a ordenarlos en tres fases:

a) Una fase inicial, que se desarrolló ante los órganos de defensa de la competencia establecidos en la anterior Ley 16/1989. Así, el punto de partida remoto de esta Resolución se sitúa en la denuncia presentada el 12 de junio de 2000 por AUSBANC ante el extinto Servicio de Defensa de la Competencia (SDC) contra la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (CAJAMADRID) por supuestas conductas prohibidas por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC), consistentes en subordinar la concesión de préstamos hipotecarios a la suscripción de un seguro de vida o de amortización de crédito con una aseguradora perteneciente a su mismo grupo empresarial y en utilizar otras vías distintas a la de reclamar a esta aseguradora el pago del seguro al producirse la contingencia asegurada, en detrimento de la eficacia de dicho seguro. El 21 de diciembre de 2000, aquella denuncia fue archivada por Acuerdo del Director del extinto SDC y dicho Acuerdo fue recurrido por

la denunciante ante el extinto Tribunal de Defensa de la Competencia (TDC), que desestimó tal recurso por Resolución de 21 de noviembre de 2001.

b) Una fase intermedia, que se desarrolla ante la Jurisdicción Contencioso-Administrativa. Ya que, contra la Resolución del TDC de 21 de noviembre de 2001, AUSBANC interpuso recurso que fue resuelto por la Sala Sexta de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, mediante Sentencia de 17 de septiembre de 2003, en cuyo Fundamento Jurídico 4 se establecía que los hechos denunciados parecían *prima facie* una práctica generalizada, que podría incidir en sectores relevantes como el de créditos hipotecarios o el de seguros de vida, lo que hacía conveniente incoar un expediente sancionador que, sin prejuzgar la resolución de fondo que pudiera dictarse, permitiría profundizar sobre las circunstancias concurrentes, analizándolas pormenorizadamente en el ámbito de un procedimiento adecuado, por lo que debía estimarse el recurso interpuesto a los solos efectos de incoar expediente, sin prejuzgar su resolución final. La Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de septiembre de 2003 fue recurrida en casación por CAJAMADRID ante el Tribunal Supremo, que desestimó el recurso mediante Sentencia de 20 de junio de 2006.

c) Una fase final, que vuelve a los órganos de defensa de la competencia, actuando los anteriores y los actuales en dos subfases:

c.1) En la primera subfase, el extinto SDC —a la vista de la Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de septiembre de 2003— inició, en mayo de 2006, unas diligencias previas solicitando información a una muestra representativa del sector respecto a los préstamos concedidos durante el primer cuatrimestre de 2006, en relación con su supuesta vinculación a seguros de vida o de amortización del crédito. Estas entidades, además de la inicialmente denunciada, fueron BANCO SANTANDER, BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA (BBVA), CAIXA D'ESTALVIS Y PENSIONS DE BARCELONA (LA CAIXA), BANCO POPULAR ESPAÑOL, CAJA DE AHORROS DE VALENCIA CASTELLÓN Y ALICANTE (BANCAJA), BANC SABADELL, CAIXA D' ESTALVIS DE CATALUNYA (CAIXA CATALUNYA), CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO (CAM), BANKINTER, CAJA DE AHORROS DE GALICIA (CAIXA GALICIA), CAJA DE AHORROS DE ZARAGOZA, ARAGÓN Y LA RIOJA (IBERCAJA) UNICAJA, BILBAO BIZCAIA KUTXA (BBK), CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES, CAJA DE AHORROS DE VIGO, ORENSE Y PONTEVEDRA (CAIXANOVA), CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (CAJA DUERO) CAJA DE AHORROS DE GUIPÚZCOA Y SAN SEBASTIÁN (KUTXA), DEUTSCHE BANK-ESPAÑA Y BANCO PASTOR.

c.2) En la segunda subfase, el extinto TDC —una vez firme la Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de septiembre de 2003, tras la Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de junio de 2006— dictó el 23 de marzo de 2007 resolución de ejecución de sentencia, instando al extinto SDC a la incoación de expediente sancionador en relación con la denuncia formulada por AUSBANC contra CAJAMADRID, por supuestas prácticas prohibidas por el artículo 1 de la LDC. En cumplimiento de la mencionada resolución para ejecución de sentencia y por acuerdo del Director de Investigación, de

fecha 12 de diciembre de 2007, se incoó expediente sancionador por prácticas restrictivas de la competencia prohibidas en el artículo 1 de la LDC, contra CAJAMADRID y las entidades de crédito afectadas por las diligencias previas iniciadas, en mayo de 2006, por el SDC, acumulándose al expediente las citadas diligencias.

4. En sus hechos probados, la Resolución de la Comisión Nacional de la Competencia de 29 de mayo de 2009 da cuenta de las alegaciones de las entidades de crédito citadas, sobre los dos aspectos implicados en la denuncia, con relevancia desde el punto de vista del Derecho de la Competencia:

a) Por una parte y respecto de los efectos que tendría sobre el contrato de préstamo una eventual rescisión del seguro de vida por el prestatario, señala que algunas entidades de crédito manifiestan que la rescisión del seguro de vida no tendría efectos sobre el préstamo bancario, mientras otras dicen que sólo se producirían efectos de reducción de la bonificación aplicada al contratar el préstamo si la contratación del seguro hubiera supuesto la minoración del tipo de interés aplicado al préstamo.

b) Por otra parte y respecto del orden de prelación de medios utilizados para obtener el pago del préstamo, si el asegurado falleciera antes de extinguirse la deuda, la Resolución relata que las entidades de crédito coinciden en señalar que acuden, en primer lugar, a la entidad aseguradora para resarcirse por medio del seguro contratado y que, sólo en el caso de insuficiencia del capital asegurado, intentan obtener su resarcimiento mediante las garantías hipotecarias o personales constituidas.

5. En sus Fundamentos de Derecho, la Resolución va desarrollando un razonamiento que pasa por las siguientes etapas:

a) Primero, constata que, en general, la existencia de acuerdos de colaboración entre una entidad de crédito y una o varias aseguradoras, pertenezcan o no a su grupo, está expresamente prevista en el *"ejercicio de la actividad de agente de seguros como operador de banca-seguros"* regulado en el artículo 25 de la Ley 26/2006, de Mediación en Seguros y Reaseguros Privados.

b) Seguidamente constata que, en particular, el seguro de vida para amortización de préstamos es una modalidad de seguro perfectamente compatible con lo dispuesto en la normativa aseguradora (Ley de Contrato de Seguro y Ley de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados) y expresamente prevista en la normativa bancaria [artículo 6.2.c) de la Ley 7/1995, de crédito al consumo, artículo 40 del Real Decreto Ley 6/2000 y Circular 8/1990 del Banco de España].

c) Establecido lo anterior, la Resolución señala que, a la vista de los datos obrantes en el expediente, no consta que la vinculación de productos financieros implicados en el caso —préstamos bancarios y seguros de vida— constituya una práctica restrictiva de la competencia en el sentido de los artículos 82 del Tratado CE y de los artículos 1 de la Ley 16/1989, porque una buena parte de los clientes no contratan seguros junto con los préstamos que suscriben, porque la capacidad y el incentivo de las entidades de crédito al exigir la contratación de seguros de vida parece ser escaso y porque los criterios comerciales que emplean aquellas entidades difieren entre sí.

d) En consecuencia, la Resolución concluye que no resulta acreditado que la vinculación entre préstamos bancarios y seguros de vida sea una práctica generalizada y que las políticas comerciales de las entidades de crédito sigan un mismo patrón al respecto, lo que conduce a resolver lo que hemos transcrito en el apartado 2 de esta noticia.

e) Por último, la Resolución hace la expresa salvedad de que, en casos concretos, se puede producir algún tipo de extralimitación por las entidades de crédito debido a la falta de información al cliente o a otros motivos. Extralimitaciones que deberán corregirse por la jurisdicción ordinaria aplicando la normativa de protección al consumidor, pero que no implican práctica restrictiva de la competencia con infracción del artículo 1 de la Ley 16/1989.

6. En conclusión, la Resolución comentada circunscribe sus efectos —como no podía ser de otra manera— al Derecho de la Competencia, sin que, por lo tanto, suponga una convalidación generalizada de los concretos supuestos de contratación vinculada de préstamos bancarios y seguros de vida. Para verificar el respeto de los derechos de los asegurados y consumidores, en cada caso, habrá que estar a la normativa aseguradora aplicable y su comprobación estará en manos de la jurisdicción civil competente, sin perjuicio de las competencias de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en esta materia.

Alberto Javier Tapia Hermida

12. La paridad de trato de los accionistas y la Sentencia Audiolux del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

La Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala 4.ª), de 15 de octubre de 2009, en el asunto Audiolux, S.A. contra Groupe Bruxelles Lambert, S.A (GBL) y otros, de 15 de octubre de 2009, resolvió una petición de decisión prejudicial planteada por la Corte de Casación de Luxemburgo. Una breve columna en *Expansión* del día 17 de octubre de 2009 se hacía eco de la noticia bajo el título "El Tribunal de Justicia de la UE no acepta la igualdad de los accionistas" (p. 17).

Los antecedentes que han dado lugar a esta Sentencia integran sus apartados 20 a 29. El origen del litigio y de la cuestión prejudicial ante la jurisdicción luxemburguesa se refería a las transmisiones de participaciones relevantes en el capital de RTL Group (RTL). En concreto, se alcanzó un acuerdo entre un grupo de accionistas de RTL que tenía el 30% de su capital, y cuyas acciones cotizaban en Luxemburgo, Bruselas y Londres, con otro accionista relevante, como es el grupo Bertelsmann, que ostentaba el 37% del capital de la citada RTL. Pues bien, GBL cedió su participación del 30% en

el capital de RTL a Bertelsmann y, a cambio, recibió el 25% del capital de la sociedad adquirente. Posteriormente la propia Bertelsmann compró también otra participación significativa de la que era titular Pearson Television. Posteriormente, RTL aprobó una exclusión de la cotización de sus valores de la Bolsa de Londres a partir del 31 de diciembre de 2002.

A partir de esos hechos, la sociedad Audiolux (uno de los accionistas minoritarios que ostentaban, en conjunto, el 11% del capital de RTL) comenzó una batalla jurídica reclamando el derecho que tenía a ceder sus acciones en el capital de RTL en las mismas condiciones pactadas entre el grupo Bertelsmann y los accionistas significativos con los que se habían alcanzado acuerdos. Tanto el Tribunal de Primera Instancia como la Corte de Apelación luxemburgueses negaron las pretensiones de Audiolux y rechazaron la existencia de un principio de igualdad de los accionistas que justificara las pretensiones formuladas por ésta. Planteado el recurso de casación, la sociedad recurrente alegó la violación del principio general de igualdad de los accionistas, y es en este punto donde la Corte de Casación luxemburguesa acordó suspender el curso de las actuaciones y plantear al Tribunal de Justicia las cuestiones prejudiciales recogidas en el apartado 29 de la Sentencia.

A esas cuestiones da respuesta la Sentencia del Tribunal de Justicia en términos precisos y denegatorios de un principio general de derecho en el sentido indicado (apartado 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".

El razonamiento jurídico que conduce al Tribunal de Justicia a esa solución se basa en una revisión pormenorizada del teórico principio de igualdad de trato de los accionistas en las distintas disposiciones de Derecho europeo invocadas por el Tribunal luxemburgués y en la eventual admisión, a partir de esas citas normativas, de un genuino principio europeo a favor de un trato paritario de los accionistas.

Con carácter general, el Tribunal recuerda que la mención en distintas normas de Derecho derivado no supone, *per se*, que exista un principio general de Derecho comunitario. Entiende el Tribunal que, por otro lado, las menciones que a la igualdad de trato de los accionistas se hacen en las Directivas 77/91 y 79/279 se refieren a situaciones claramente determinadas. Por ejemplo, el artículo 42 de la Directiva 77/91 se proyecta sobre operaciones de aumento o de reducción de capital. A su vez, lo establecido en la Directiva 79/279 apunta a la igualdad en la información que se debe facilitar a los titulares de un mismo tipo de valores. Se trata, por ello, de previsiones con un alcance concreto, de las que no se puede pretender extraer un genuino principio de alcance general a cualquier situación. Similares consideraciones contiene la Sentencia en sus apartados 44 a 46 sobre el Código de Conducta Europeo referente a transacciones de valores.

También resulta de especial interés el análisis que del principio de igualdad de trato hace el Tribunal con respecto a la Directiva 2004/25 en materia de ofertas públicas de adquisición. Recuerda la Sentencia que el ámbito de aplicación de esa Directiva está limitado a sociedades cotizadas y que sus disposiciones están basadas en situaciones específicas, lo que también conduce a descartar la existencia de un principio general de igualdad de trato a todos los accionistas.

Juan Sánchez-Calero

13. SOBRE LA DELEGACIÓN DE LA FACULTAD DE CONVOCAR LA JUNTA

El Tribunal Supremo se ha pronunciado recientemente, en la Sentencia de 30 de octubre de 2009 (JUR 2009\451121), sobre la cuestión tan discutida, relativa a la convocatoria de la Junta por el Consejero Delegado de la sociedad. El Alto Tribunal se ha mantenido una vez más en su doctrina sentada, confirmando que la delegación de facultades del órgano de administración que autoriza el artículo 141 de la Ley de Sociedades Anónimas no comprende la convocatoria de la Junta General, sino tan sólo su anuncio.

En el asunto resuelto, un accionista con una participación superior al 5% del capital social de la sociedad solicita la convocatoria de Junta General; admitiendo que tal legitimación es conforme a lo previsto en el artículo 100 de la LSA, la competencia para convocar le corresponde al órgano de administración, que, en el presente caso, es un Consejo. Sin embargo, está realizada por el Presidente, en su condición de consejero delegado, al cual se le habían delegado todas las facultades.

La Sentencia citada no hace más que repetir otras anteriores del mismo órgano (RJ 2002\10415, RJ 2005\2230, RJ 2005\2235). V. Comentario a la STS de 4 de diciembre de 2002 "Convocatoria de la Junta General de una Sociedad Anónima por un Consejero Delegado en un Consejo de Administración de dos miembros", M.ª Sagrario Navarro Lérida, *Revista de Sociedades,* núm. 21/2003, 2.ª parte, *Comentarios* Ed. Aranzadi, Pamplona, 2003.

Sin embargo, no faltan Resoluciones de la DGRN en las que esta institución mantiene un criterio distinto y acepta la delegación de la facultad o del deber de convocar la Junta en el Consejero Delegado (RJ 1999\8452, 1999\1724), pues entiende que la interpretación que debe darse al artículo 141 de la Ley es que, con carácter general, el órgano de administración puede delegar sus competencias, teniendo ciertos límites que, o se encuentran reconocidos en el propio artículo, o son aquellos otros en los que la delegación resulta dudosa por la propia implicación que el legislador parece haber impuesto a los Administradores y que, por tanto, pudieran entenderse como actuaciones no delegables, no comprendiéndose entre éstas la convocatoria de la Junta.

El TS, en la Resolución del recurso de casación, ha reconocido que se produjo una infracción del artículo 100 que tiene carácter imperativo, por lo que ha declarado nula la Junta celebrada y todos los acuerdos en ella adoptados.

El sentido de la ley es permitir a los administradores delegar competencias referidas a actos externos, que tengan trascendencia con terceros, por lo que la convocatoria de la Junta, que es un acto interno, debe corresponder exclusivamente a dicho órgano.

Blanca Villanueva García-Pomareda

14. EL REGLAMENTO 1060/2009 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA (AGENCIAS DE "RATING")

1. Aspectos generales: Contenido y vigencia

En el DOUE del pasado día 17 de noviembre de 2009 (pp. L 302/1 y ss.) se publicó el Reglamento (CE) núm. 1066/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia (en adelante, ACCs). Se trata de un Reglamento extenso y complejo que cuenta con 75 considerandos, 41 artículos y 2 anexos de contenido múltiple: en el caso del anexo I —dedicado a la "independencia e inexistencia de conflictos de interés"—, está integrado por 5 secciones que regulan los requisitos de organización y operativos de las ACCs, las disposiciones aplicables a los analistas de calificaciones y otras personas directamente involucradas en actividades de calificación crediticia, las disposiciones sobre la presentación de las calificaciones crediticias y la información que deben divulgar aquellas ACCs. El anexo II indica la información que deben facilitar las ACCs con su solicitud de registro. El examen sustancial de los preceptos y anexos del Reglamento permite diferenciar tres tipos de normas: las que se refieren a los requisitos de las ACCs, de la actividad de calificación crediticia que éstas desarrollan y de las calificaciones crediticias que resultan de dicha actividad.

Aun cuando el Reglamento ha entrado en vigor a los 20 días de su publicación en el DOUE, el deber de las entidades financieras (entidades de crédito, empresas de inversión y empresas de seguros) y los inversores institucionales (OICVM y fondos de pensiones de empleo) de utilizar con fines reglamentarios exclusivamente las calificaciones crediticias emitidas por ACCs registradas conforme al Reglamento (artículo 4.1) se pospone al 7 de diciembre de 2010, mientras que la entrada en vigor de otros preceptos sobre refrendo por una ACC comunitaria de una calificación crediticia emitida por una ACC extracomunitaria (artículo 4.3) se pospone al 7 de junio de 2011 (artículo 41). En todo caso, las ACCs deberán adaptarse al Reglamento no más tarde del 7 de septiembre de 2010 (artículo 40).

Por último, debe tenerse en cuenta que el propio Reglamento califica el sistema de supervisión de las ACCs que implanta como provisional (considerando 51) y, por

ello, autoriza a la Comisión a modificar sus anexos (artículo 37) y la obliga a presentar sucesivos Informes de aplicación del Reglamento, no más tarde del 7 de diciembre de 2010 y del 7 de diciembre de 2012 (artículo 39).

2. El contexto económico del Reglamento (CE) núm. 1066/2009: En general, la crisis financiera global. En particular, la crisis de credibilidad de las agencias de calificación crediticia. De la sacralización a la demonización de sus calificaciones

Es necesario empezar por ubicar el Reglamento (CE) núm. 1066/2009 en el contexto general de la crisis global de los mercados financieros y en el contexto particular de la profunda crisis de credibilidad de las ACCs, que han sido consideradas, en algunos Informes internacionales (v. nuestra noticia sobre "El Informe Laroisière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera", en esta *RDBB*. núm. 114, 2009, pp. 282 y ss.), como unos de los sujetos culpables de la crisis o, al menos, de su propagación incontrolada. En efecto, el Reglamento parte del hecho comúnmente admitido consistente en que las ACCs han contribuido de forma significativa a las recientes turbulencias del mercado financiero, al subestimar el riesgo de crédito de los productos de crédito estructurado, especialmente de los productos basados en hipotecas de alto riesgo que recibieron las más altas calificaciones, subestimándose así claramente los importantes riesgos inherentes a tales instrumentos. Por otra parte, cuando las condiciones del mercado se deterioraron, las ACCs no adaptaron con prontitud sus calificaciones. Por ello, la actual crisis ha puesto de manifiesto deficiencias en los métodos y modelos utilizados por las ACCs, que podrían quizá explicarse por el hecho de que estas ACCs se encuentran en un mercado oligopolístico que ofrece escasos incentivos para competir sobre la calidad de las calificaciones emitidas.

Precisamente, estos graves fallos detectados en la actuación de las ACCs con ocasión de la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 han puesto de manifiesto que no era suficiente el tradicional esquema de autorregulación, han agitado las "conciencias regulatorias" y han actuado como catalizadores para imponer una solución legislativa de carácter imperativo y aplicación directa a nivel comunitario, como es el Reglamento (al respecto puede verse la intervención de Fernando Restoy, Vicepresidente de la CNMV, en el Seminario UIPM-APIE sobre "Las reformas regulatorias tras la crisis financiera", en la página web de la CNMV).

En todo caso, es lo cierto que las calificaciones crediticias que emiten estas ACCs siguen produciendo efectos transcendentales en los mercados, como lo demuestra el hecho de que la rebaja de las calificaciones tanto de los Estados como de los emisores privados ha tenido un efecto inmediato de encarecimiento de sus emisiones de renta fija e incluso una dificultad objetiva de colocar tales emisiones. Valga como ejemplo el hecho de que la rebaja de las calificaciones de la deuda a largo plazo de algunas de las más importantes Cajas de Ahorros de nuestro país o su rebaja como emisores a largo plazo por parte de Moody's Investor Service (v. Global Credit Research. Rating Action. 15 June 2009) ha obligado a abrir períodos de revocación de las órdenes de suscripción de las participaciones preferentes emitidas (ver, por ejemplo, el hecho relevante núm. 109894 publicado en la página web de la CNMV y comunicado por

Caja Madrid el 16 de junio de 2009 y los hechos relevantes núms. 109888 y 110043 publicados en la página web de la CNMV y comunicados por La Caixa los días 16 y 17 de junio de 2009).

Conviene insistir en la constatación de que el Reglamento (CE) núm. 1066/2009 es "hijo" de la crisis financiera global porque nace a consecuencia de las deficiencias graves en la actividad de las ACCs que ha puesto de manifiesto aquella crisis y, por ello, su contenido está condicionado por dicho origen, por tales "traumas infantiles" (valgan, como ejemplo, las especiales exigencias que establece para la calificación crediticia de los instrumentos financieros estructurados).

También procede advertir de que el Reglamento (CE) núm. 1066/2009 ha surgido de la constatación de la insuficiencia del Código de la OICV/IOSCO para hacer frente a aquellos problemas causados por la crisis financiera global por su propio carácter voluntario y por la consiguiente ausencia de una autoridad que supervise el cumplimiento de los requisitos organizativos y operativos y de las normas de conducta por las ACCs.

3. El contexto normativo del Reglamento (CE) núm. 1066/2009: la regulación previa de las Agencias de Calificación Crediticia en el Derecho Comunitario y en el Derecho Comparado

El Reglamento (CE) núm. 1066/2009 ha tenido en cuenta la existencia de tres regulaciones significativas de las ACCs (en general, v. nuestro estudio sobre "La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales", en esta *RDBB,* núm. 100, octubre-diciembre 2005, pp. 9 y ss., y, en especial, v. nuestra noticia sobre la "Propuesta de Directiva o Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre Agencias de Calificación Crediticia", en esta *RDBB,* núm. 112, 2008, pp. 194 y ss.):

a) El Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Calificación Crediticia (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies)* revisado en mayo de 2008 (v. nuestra traducción de la versión inicial de diciembre de 2004 en esta *RDBB,* núm. 100, octubre-diciembre 2005, pp. 209 y ss.). Se considera que este Código marca el nivel de referencia global de los requisitos sustantivos de las ACCs, pero es insuficiente porque se basa en su aceptación voluntaria por parte de las ACCs y no prevé consecuencias para su inobservancia.

b) La normativa vigente en los EE.UU. contenida en la Ley de Reforma de las Agencias de Calificación Crediticia ("Credit Rating Agency Reform Act"), de 3 de enero de 2006, que entró en vigor el 27 de junio de 2007, estableciendo un marco jurídico para el registro de organizaciones de calificación estadística reconocidas a nivel nacional (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,* NRSRO) (v. nuestra noticia sobre "Iniciativas parlamentarias en los EE.UU. sobre el papel de las agencias de calificación crediticia en la reciente crisis hipotecaria", en esta *RDBB,* núm. 107, 2007, pp. 295 y ss.). Se considera que es una regulación particularmente relevante porque las principales ACCs que actúan en Europa proceden de los EE.UU.

c) La regulación existente en la Unión Europea, que se limitaba a la Comunicación de la Comisión Europea de diciembre de 2005 sobre las Agencias de Calificación Crediticia (sobre ella, v. nuestra noticia en esta *RDBB,* núm. 102, 2006, pp. 267 y ss). Sin perjuicio de ello, hay que recordar que la legislación comunitaria sólo se ocupaba de dos aspectos específicos de la calificación crediticia: Primero, en el mercado de instrumentos financieros, las calificaciones crediticias no se consideran recomendaciones en el sentido de la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses. Segundo, en el mercado bancario, 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) prevé la utilización de calificaciones crediticias externas para determinar las ponderaciones de riesgo y los requisitos de capital resultantes aplicados a las exposiciones de los bancos o empresas de inversión. A estos efectos, las calificaciones crediticias externas únicamente pueden utilizarse a tal fin si la agencia de calificación externa (ECAI) que ha realizado la evaluación del riesgo está reconocida por las autoridades competentes. En la parte 2 del anexo VI de la Directiva sobre requisitos de capital se establece un mecanismo de reconocimiento de modo tal que las autoridades nacionales competentes sólo pueden reconocer a una ECAI si ésta satisface los oportunos requisitos de objetividad, independencia, revisión continua, credibilidad y transparencia.

En este contexto regulatorio, en octubre de 2007, los Ministros de Economía de la UE acordaron una serie de conclusiones sobre la crisis ("plan de trabajo del Consejo Ecofin"), entre las que se incluía una propuesta encaminada a evaluar el papel desempeñado por las ACCs y hacer frente, en su caso, a las deficiencias importantes que se detectaran. Concretamente, se pidió a la Comisión que examinara los posibles conflictos de intereses en el proceso de calificación, la transparencia de los métodos empleados, los intervalos entre las reevaluaciones crediticias y los procesos reglamentarios de aprobación. Asimismo, para clarificar el papel de las ACCs y evaluar la necesidad de medidas de regulación, en el otoño de 2007, la Comisión solicitó el asesoramiento del CERV y del Grupo Europeo de Expertos de los Mercados de Valores Mobiliarios (ESME). Por último, el Consejo Europeo, los días 13 y 14 de marzo de 2008, adoptó una serie de conclusiones de respuesta a las principales deficiencias observadas en el sistema financiero, entre las cuales se encontraba la función de las ACCs (v. considerando 9 del Reglamento).

4. Los objetivos sustanciales del Reglamento (CE) núm. 1066/2009 y las razones de optar por este tipo de instrumento normativo comunitario

El Reglamento (CE) núm. 1066/2009 persigue cuatro objetivos generales, con la finalidad última de mejorar el proceso de emisión de las calificaciones crediticias: primero, garantizar que las ACCs eviten los conflictos de intereses en el proceso de calificación o, al menos, los gestionen adecuadamente; segundo, mejorar la calidad de los métodos empleados por las ACCs, y la de las calificaciones; tercero, lograr una mayor transparencia, imponiendo a las ACCs obligaciones de información y cuarto,

establecer un marco eficaz de registro y supervisión, evitando la búsqueda del "fuero más ventajoso" y el arbitraje reglamentario entre Estados miembros de la UE.

Para lograr estos objetivos, la Comisión realizó una evaluación de impacto de 4 posibilidades de actuación: Opción 1: mantener el *statu quo,* esto es, autorregulación basada en el Código de la OICV, junto con iniciativas individuales de las ACCs. Opción 2: elaborar un código de conducta europeo y crear un órgano encargado de supervisar su cumplimiento por parte de las ACCs, aunque sin poder coercitivo alguno. Opción 3: publicar una recomendación no vinculante de la Comisión. Opción 4: legislar para instaurar un marco de registro y supervisión de las ACCs.

Evaluadas estas 4 opciones conforme a los criterios de eficacia, seguridad, marco común y flexibilidad, se constató que la opción 4 legislativa presentaba claras ventajas sobre las demás, especialmente en lo que respecta a su eficacia y seguridad, puesto que las otras opciones (autorregulación o recomendación) no podían generar normas de obligado cumplimiento y un mecanismo para vigilarlas. Además, legislar es la mejor opción para garantizar un marco común en toda la UE y un contrapeso efectivo frente a otros países importantes, en particular EE.UU. Así, legislar de manera uniforme se percibió como la única opción que permitía proteger suficientemente a los inversores y los mercados financieros europeos frente al riesgo de malas prácticas por parte de las ACCs.

Una vez elegida la opción legislativa, se planteó el tipo de norma adecuado. Dado que resultaba necesario un planteamiento uniforme para crear un marco en el que las autoridades competentes de los Estados miembros puedan velar por que las ACCs apliquen el nuevo conjunto de normas de manera coherente en toda la Comunidad, el Reglamento constituía, por su efecto directo, el mejor instrumento para garantizar un planteamiento coherente y uniforme en toda la Unión Europea. Así, al no necesitar transposición alguna por los Estados miembros, un reglamento puede instaurar de inmediato el marco uniforme preciso para restablecer rápidamente la confianza del mercado en la actividad de calificación crediticia. Asimismo, resulta menos gravoso para el sector, puesto que se aplicará un único conjunto de normas comunitarias en toda la Unión Europea.

5. Ámbito de aplicación objetivo y subjetivo

En sentido objetivo, el Reglamento (CE) núm. 1066/2009 se aplicará a las calificaciones crediticias emitidas por ACCs registradas en la Comunidad y que se hagan públicas o se distribuyan por suscripción, quedando excluidas las calificaciones crediticias privadas, las relativas a obligaciones derivadas de relaciones de consumidores comerciales o industriales, las emitidas por agencias de crédito a la exportación y por los bancos centrales en determinadas condiciones (artículo 2).

En sentido subjetivo, el Reglamento (CE) núm. 1066/2009 se aplicará a las ACCs comunitarias (las establecidas en la Comunidad y registradas conforme a aquél) y a las calificaciones crediticias emitidas por ACCs extracomunitarias que sean refrendadas por ACCs comunitarias o que obtengan la certificación, previo examen por la Comisión de que la regulación de las ACCs extracomunitarias emisoras de aquellas calificaciones es equivalente a la que establece el Reglamento (artículos 4 y 5).

6. Los requisitos estructurales y funcionales que deben cumplir las Agencias de Calificación Crediticia

Para obtener el registro comunitario conforme al Reglamento (CE) núm. 1066/2009 y emitir calificaciones crediticias que puedan ser utilizadas por las entidades financieras y los inversores institucionales a efectos reglamentarios, las ACCs deben acreditar una serie de condiciones de registro iniciales que han de mantener a lo largo de toda su vida (artículo 12). Estas condiciones se traducen en un conjunto de requisitos de organización, operativos y de transparencia que inciden en su estructura jurídica, financiera y técnica y que podemos sintetizar del modo siguiente:

a) Las ACCs deben establecer un sistema de gobierno corporativo basado en un consejo de administración o de supervisión con un mínimo de un tercio de miembros independientes, que gozan de un estatuto especial (artículo 6 y secciones A y B del anexo I).

b) Las ACCs deben establecer procedimientos administrativos y contables que les permitan garantizar el desarrollo adecuado de las funciones de cumplimiento de las obligaciones que les impone el Reglamento y de revisión de sus calificaciones (artículo 6 y secciones A y B del anexo I).

c) Las ACCs deben establecer unas relaciones de trabajo y de servicios con sus analistas y restantes personas implicadas directamente en la actividad de calificación que garanticen la independencia de estos sujetos y la prevención y gestión adecuada de los eventuales conflictos de intereses que puedan surgir (artículo 7 y sección C del anexo I).

d) Las ACCs deben presentar sus calificaciones crediticias identificando el analista o analistas responsables, las fuentes de información de importancia sustancial utilizadas, los métodos empleados, los significados de las distintas categorías de calificación y el carácter cronológico de tales calificaciones (si son las primeras que se hacen de un instrumento financiero o de un emisor o si se trata de revisiones). En el caso de calificaciones crediticias de instrumentos de calificación estructurada, las ACCs deben añadir información sobre el análisis de pérdidas y flujos de caja, de los activos subyacentes, de los métodos, modelos o hipótesis empleados, etc. (sección D del anexo I).

e) Las ACCs deben ser transparentes frente al público en general y respecto de las autoridades de supervisión. Este deber de transparencia se concreta en la obligación de mantener una información actualizada en tiempo real y de emitir informes semestrales y anuales, destacando, en particular, el Informe de transparencia (artículos 11 y 12 y sección E del anexo I).

Debe tenerse en cuenta que el deseo de exigir requisitos proporcionados al tamaño de las ACCs que soliciten el registro y la conveniencia de no crear barreras regulatorias al acceso de nuevas ACCs al mercado de las calificaciones crediticias y agravar la situación de oligopolio —o duopolio efectivo— con los riesgos consiguientes de conductas abusivas contra la competencia ha llevado al Reglamento a prever la posibilidad de que los Estados eximan de cumplir algunos requisitos a las ACCs que tengan menos de 50 empleados y cumplan otra serie de condiciones (artículo 6.3).

7. El control público de las agencias de calificación crediticia

El Reglamento (CE) núm. 1066/2009 establece un sistema de control público de las ACCs que se fundamenta en tres subsistemas:

a) El subsistema de registro único válido para toda la UE, con un punto único de contacto de los Estados miembros de origen de las ACCs a través del CERV (artículos 14 a 19). Se establece un procedimiento de registro para el caso de que la solicitud se presente por una sola ACC, con especialidades para el caso de que aquella solicitud la presente un grupo de ACCs. Asimismo se prevén las causas de baja registral de una ACC por renuncia, falsedad en la obtención del registro inicial, incapacidad sobrevenida o sanción por infracción (artículo 20).

b) El subsistema de supervisión basado en la autoridad competente del Estado miembro de origen de la ACC, la centralización a través del CERV, la cooperación entre las autoridades competentes de los diferentes Estados miembros mediante los Colegios de autoridades competentes y la cooperación con terceros países (artículos 26 a 35).

c) El subsistema sancionador cuyo desarrollo se deja en manos de los Estados, fijando el Reglamento (CE) núm. 1066/2009, en su artículo 36, los requisitos generales que deben cumplir los sistemas sancionadores nacionales. En efecto: establece su implantación necesaria por los Derechos estatales no más tarde del 10 de diciembre de 2010, diciendo que los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicable a las infracciones de lo dispuesto en el Reglamento y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación; añadiendo que "las sanciones establecidas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias".

8. Conclusión: luces y sombras del Reglamento (CE) núm. 1066/2009

La promulgación del Reglamento (CE) núm. 1066/2009 ha venido impuesta por el consenso internacional y europeo acerca de la influencia que las ACCs tienen en los mercados financieros a través de sus calificaciones crediticias que versan sobre emisores públicos o privados y sobre instrumentos financieros simples o estructurados, de renta fija o variable. En particular, aquel consenso internacional alcanza a responsabilizar en parte a las ACCs de la generación de la crisis financiera internacional acaecida desde el verano de 2007 o, cuando menos, de su propagación incontrolada. Acusación que, en cierto modo, nos parece exagerada y, por lo tanto, injusta cuando olvida que en la crisis financiera el papel de coautores debe compartirse por los emisores, los gestores de los inversores institucionales, los intermediarios financieros y, por supuesto, las autoridades públicas de supervisión. Por lo anterior, en el capítulo de las luces debemos apuntar el establecimiento de una regulación imperativa que transforma en deberes jurídicamente exigibles lo que hasta ahora eran normas deontológicas sometidas a la autorregulación voluntaria de las ACCs.

En el capítulo de sombras debemos apuntar la extrema complejidad del sistema de control público de las ACCs en la UE (que en ocasiones parece apuntar a la "teoría

del caos") y la propia provisionalidad confesa de aquel sistema; si bien ambos defectos son producto de la propia inseguridad de los Estados comunitarios al abordar la crisis financiera instalada ya desde hace mucho tiempo y de su propia conciencia sobre la expansión transfronteriza de los vicios que condujeron a la crisis y de la consiguiente necesidad de coordinación de los Estados para evitarlos.

Alberto Javier Tapia Hermida

15. La reforma de la Ley de Auditoría de Cuentas

El pasado 23 de octubre de 2009 el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley que modifica la Ley 19/1988 de Auditoría de Cuentas (BOCG, de 13 de noviembre de 2009, Serie A, Núm. 46-1).

Es una importante reforma normativa no sólo por su objeto, sino también por la conveniencia que se había puesto de manifiesto de revisar el marco legal de la auditoría. La anterior Ley fue objeto de algunas modificaciones parciales, pero el tiempo transcurrido desde su aprobación dio lugar a hechos que demandaban un nuevo enfoque normativo. Algunos de esos hechos los tuvo presentes el legislador europeo a la hora de poner al día la normativa europea que, en su momento, inspiró la Ley 19/1988. La reforma que ahora comentamos es consecuencia de un nuevo impulso europeo en esta materia, concretado en la aprobación de la Directiva 2006/43/CE, de 17 de marzo de 2006, que se cita de manera constante en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley.

El Proyecto tiene un título equívoco porque se dice que se modifica no sólo la legislación en materia de auditoría, sino también la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas. Estas modificaciones son, sin embargo, muy limitadas y constituyen una ineludible consecuencia de las menciones que en ellas se hacen a la auditoría de cuentas, entendida ésta en un sentido muy amplio. El Proyecto de Ley introduce, ante todo, una modificación sustancial del régimen de la auditoría de cuentas, que tiene como principal finalidad la de adaptar el marco legal a la efectiva función del auditor, descartando algunas interpretaciones erróneas sobre lo que significa la verificación contable que pudieron verse abonadas por la legislación vigente.

El artículo 5 de la LAC está llamado a una profunda reforma y a determinar cuál será el régimen jurídico aplicable a la actividad de auditoría de cuentas. Esa actividad se decía hasta ahora sujeta a las prescripciones de la Ley y de las normas técnicas de auditoría de cuentas. La reforma que se proyecta supone ampliar las referencias sobre las que se basa ese régimen jurídico, primero porque se contempla el importante desarrollo reglamentario que va a requerir la aprobación de la Ley y, en segundo lugar, porque hay una expresa invocación de otras *"normas"*: las de ética y las de *"control de calidad interno de los auditores de cuentas y sociedades de auditoría"*.

En una rápida lectura de los preceptos que enuncian las distintas clases de infracciones en que puede incurrir un auditor, no he advertido que el incumplimiento de esas *"normas de ética"* abra la puerta a una sanción administrativa. Sin perjuicio de ello, ha de destacarse que el artículo 5.3 de la LAC proyectado aclara que esas *"normas de ética"* tienen un contenido mínimo: "los principios de su función de interés público, competencia profesional, diligencia de vida, integridad y objetivad, sin perjuicio de lo establecido en los artículos 8 y 8 sexies de esta Ley". Esta remisión apunta a la independencia y también a la retribución del auditor.

La segunda mención apunta a un tema *"clásico"* en la regulación de los auditores, como es el de su independencia. La independencia se perfila como un deber del auditor y como un estado o condición siempre difícil de determinar y cuya apreciación se complica cuando se admite que la independencia tiene grados. Adviértase que se habla en ocasiones en el Proyecto de Ley de una *"suficiente independencia"*. La consideración de si el auditor es o no independiente se vincula a una serie de circunstancias que enuncia el artículo 8.3 proyectado. Se aborda de manera particular y con una sistemática que me parece mejor que la del texto actualmente en vigor, con respecto a la prestación por el auditor y a favor de la empresa auditada de determinados servicios de naturaleza distinta de la auditoría.

El artículo 11 se adentra en otro de los principales motores de la revisión de la auditoría de cuentas: la responsabilidad civil del auditor. De la efectiva trascendencia del problema da buena cuenta la actuación desarrollada en los últimos años desde la Comisión Europea al respecto, impulsando foros, consultas e informes en esta materia y que pueden consultarse bajo la invocación del término *"Auditors Liability"*. En la experiencia española, basta con remitir a la reciente jurisprudencia del Tribunal Supremo al respecto, concretada en la Sentencia de 9 de octubre de 2008 (comentada por PETIT LAVALL, M.V., *RDBB,* núm. 114, 2009, pp. 253 y ss., y por GARRETA SUCH, J.M.ª, RJC, núm. 3, 2009, pp. 151 y ss.) y las más recientes SSTS de 5 de marzo y 8 de septiembre de 2009.

La experiencia vivida pone de manifiesto que los auditores se han visto sometidos a todo tipo de reclamaciones, planteándose algunas en términos injustificadamente amplios, a partir de un deficiente entendimiento de cuál era la función del auditor y en qué medida determinados daños y perjuicios podían vincularse con el cumplimiento de la auditoría. Dicho artículo determina no sólo los fundamentos de esa responsabilidad civil sino también cómo operan la solidaridad y el plazo de prescripción.

Es una novedad la aparición del concepto del *"interés público",* que conlleva deberes especiales a cargo del auditor. Así, el artículo 14 bis proyectado impone al auditor de *"entidades de interés público"*, la elaboración de un informe anual de transparencia con el contenido que la nueva disposición detalla. Conforme a la nueva disposición adicional décima, tendrán tal condición las entidades que se encuentran sometidas a supervisión financiera o las grandes corporaciones. Será el Reglamento el que concrete un aspecto tan importante.

En cuanto a la modificación de la Ley del Mercado de Valores, ésta va a limitarse a su disposición adicional decimoctava, que fue modificada por la Ley 62/2003 y que se dedica al Comité de Auditoría. Se establece en cuanto a su composición la exigencia

de que uno de los miembros del Comité sea *"independiente"* y tenga conocimientos y experiencia en materia de contabilidad y auditoría. Se amplían las competencias del citado Comité, debiendo destacarse la preceptiva elaboración de un informe anual que contenga una opinión sobre la independencia del auditor.

Por lo que se refiere a los cambios en la Ley de Sociedades Anónimas, se limitan a los artículos 207 y 209. La reforma consiste en remitir tanto la determinación de la remuneración del auditor como el contenido del informe de auditoría a la normativa en materia de auditoría de cuentas. Se hubiera alcanzado idéntico resultado derogando ambos preceptos.

Juan Sánchez-Calero

16. PUBLICADO EL INFORME WALKER

La versión final del relevante Informe Walker que se anunció el pasado 26 de noviembre de 2009 ya puede consultarse. La edición inicial se presentó en julio pasado, sometiéndose desde entonces a un período de consulta pública. Las Recomendaciones que entonces se formularon se publicaron traducidas por Isabel Fernández Torres en el anterior número de la *Revista* (v. *RDBB,* núm. 115, 2009, pp. 177 y ss.).

Se trata de un documento muy interesante con respecto a algunos de los puntos centrales del debate post-crisis en materia de gobierno corporativo. Se proyecta desde la influyente perspectiva del sistema financiero británico, pero se enmarca en un proceso de armonización internacional de soluciones, cuya adopción va a tener en cuenta el Informe Walker y las medidas que para su ejecución se adoptarán en Gran Bretaña, de naturaleza normativa, autoregulatoria o de otro tipo.

Juan Sánchez-Calero

Bibliografía

DERECHO BANCARIO

— Obras generales

ANTONUCCI, A., "Diritto delle banche", 4.ª ed., Milán (2009), IX-399 pp.

— Normativa de la UE en materia bancaria

ANDENAS, M./WOOLDRIDGE, F., "European Comparative Company Law", Cambridge (2009), 561 pp.

BOUTHINON-DUMAS, H., "La directive sur les services de paiement et la concurrence entre les établissements de paiement et les banques", en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique* n.º 1 (2009), p. 59.

DE LHONEUX, E., "Decentralisation and specialisation in the Eurosystem", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 455.

DE WOLF, J./SERVAIS, D., "Objectives and Tasks of the Eurosystem and of the National Central Banks", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 441.

FRANCH FLUXÀ, J., "La Sociedad Anónima Europea ¿solución o problema?", en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia* n.º 12, Nueva Época (2009), p. 29.

GISCARD D'ESTAING, V./SCHMIDT, H./TRICHET, J.-C., "The future of Europe - views from Founding Fathers", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 401.

PERASSI, M., "Infrastructures for the Euro markets", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 487.

PETROVIC A./TUTSCH, R., "National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis", en *Legal Working Paper Series* n.º 8 (julio 2009), 104 pp.

SAINZ DE VICUÑA, A., "Other monetary unions: are there lessons to be learned from the European experience?", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 419.

SCHACKMANN-FALLI, K.-P., "The European Banking Industry Committee (EBIC)", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 373.

TROIANO, O., "Contratti di pagamento e disciplina privatistica comunitaria (proposte ricostruttive con particolares riferimento al linguaggio ed alle generalizzazioni legislative)", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª, (2009), p. 520.

WAGNER, T., "Euro banknotes: Issuance, changeover, common logistics, counterfeiting and protection", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 495.

— Estatuto de las entidades de crédito

GARDELLA, A., "Cross-border banking insolvency: private international law and state aid rules", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 127.

PÉREZ RAMÍREZ, J., "Banca y contabilidad. Historia, Instituciones, Riesgos y Normas Internacionales IFRS", Madrid (2009), 511 pp.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

CASTELLINI, J., "La prévention, l'accompagnement des crises, et la responsabilité des régulateurs", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 119.

PELLEGRINI, M., "Da un riscontro di regolarità alla 'supervisione'. La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª, (2009), p. 593.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

UCARI, A., "Le rôle des banques commerciales dans la crise", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 113.

WYMEERSCH, E., "Au-delà de la crise", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 101.

— CONTRATOS BANCARIOS

AMBROSINI, S./DEMARCHI, P.G., "Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari", Milán (2009), VII-564 pp.

BRANDES, A.J., "A Better Way to Understand the Speculative Use of Credit Default Swaps", en *Stanford Journal of Law Business & Finance* n.º 2 (2009), p. 263.

CASTEL, M., "Remédier au risque pays dans la zone euro - Proposition", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 13.

CORDOPATRI, M., "Riabilitazione ed esdebitazione", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª, (2009), p. 559.

LEMEUX, A., "Le règlement 'Rome I' et le contrat de finance islamique: un accueil uniforme, une application multiforme?", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 387

MOSCO, G.D., "Concordato preventivo e piani negoziali per il risanamento dell'impresa", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2009), p. 373.

PELLEGRINI, M., "Le controversia in materia bancaria e finanziaria", Padua (2007), X-416 pp.

PIEPOLI, G., "Profili civilistici dei covenants", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª, (2009), p. 498.

PONS J.F./BEYROUTHI, E., "Mobilité bancaire: les principes communs de l'EBIC, un progres pour les consommateurs", en *Euredia* n.º 3 (2009), p. 377.

SALANITRO, N., "Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª, (2009), p. 491.

TARDIVO, C.-M., "Brevi note in tema di interessi anatocistici e usurari nel finanziamento fondiario", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª, (2009), p. 581.

WANDHÖFER, R., "The payment services directive-Support or challenge for SEPA?", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 21.

— PRÉSTAMO

DE LUCA, N., "Interesse alla copertura assicurativa, interesse all'assicurazione e cessazione del rischio. Note a margine dell'assicurazione sull'incendio della cosa ipotecata a garanzia di un mutuo bancario estinto anticipatamente", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª, (2009), p. 663.

GONTON, L./JORGENSEN, T., "Roles and functions of the lead bank and the agent bank in a syndicated loan agreement", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 33.

LEGEAIS, D., "Cause du contrat de prêt", *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique* n.º 3 (2009), p. 598.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BARBIÈRI, J.-F., "Lettres d'intention ou de confort: les mots, toujours les mots, note

sur Paris, 15e ch., sect. B, 22 janv. 2009", en *Bulletin Joly* (2009), p. 734.

CUCCOVILLO, M., "Gli ultimo sviluppi giurisprudenziali in tema di contratto autonomo di garanzia", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2009), p. 431.

ENONCHONG, N., "Demand Guarantees under the OHADA Uniform Act on Securities", en *The Journal of Business Law* n.º 6 (2009), p. 568.

FUSARO, A., "Le linee di tendenza del diritto europeo dell'ipoteca: euroipoteca e ipoteca ricaricabile", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª, (2009), p. 553.

GARCÍA VICENTE, J.R., "La inconsistencia de la prenda y la cesión de créditos futuros en el concurso del pignorante o cedente (Comentario SJM 2 Barcelona 30.9.2008)", en *Anuario de Derecho Concursal* n.º 18 (2009), p. 399.

LEGEAIS, D., "Notion de créancier professionnel", *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique* n.º 3 (2009), p. 601.

LEGEAIS, D., "Sanction du non-respect de l'exigence de la mention manuscrite pour un cautionnement souscrit par une personne physique au profit d'un créancier professionnel", en *JCP E* (2009), p. 1779.

TERZINI, G., "Applicabilità all'avallo delle norme dettate in tema di fideiussione", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª, (2009), p. 542.

— Otros servicios financieros. Tarjeta de crédito

SEMERARO, S., "The Antitrust Economics (and Law) of Surcharging Credit Card Transactions", en *Stanford Journal of Law Business & Finance* n.º 2 (2009), p. 347.

— Contrato de leasing

HÖLZLE, G./GESSNER, T., "Aufsätze-Die Insolvenz des Leasinggebers-Zweifelsfragen bei der Besicherung des Refinanziers", en *Zeitschrift fur Wirtschaftsrecht* n.º 35 (2009), p. 1641.

DERECHO BURSÁTIL

— El movimiento legislativo en materia bursátil en otros países de la UE

BELINFANTI, T.C., "The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control", en *Stanford Journal of Law Business & Finance* n.º 2 (2009), p. 384.

BIARD, J.-F., "La réforme de l'appel public à l'épargne", en *Dr. Sociétés* n.º 7 (2009), p. 41.

CUZACQ, N., "Recommandations du MEDEF et de l'AFEP concernant les retraites supplémentaires des dirigeants", en *JCP E* (2009), p. 46.

DURANTE, F., "Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori", Milán (2009), XIX-432 pp.

FASTELING, B./DUHAMEL, J.-C., "Le comply or explain: la transparence conformiste en droit des sociétés", en *RID éco.* (1 de mayo de 2009), p. 129.

FERNÁNDEZ ARMESTO, J., "Reforma de las sociedades cotizadas", en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, t. XLIV (2009), p. 171.

FERNÁNDEZ GONZÁLEZ, C., "La minoría en la sociedad cotizada", en *Anales de la*

Academia Matritense del Notariado, t. XLIV (2009), p. 231.

FINDEISEN, M., "Kapitalmaßnahmen börsennotierter Unternehmen im Zeichen der Finanzmarktkrise", en *Zeitschrift fur Wirtschaftsrecht* n.º 35 (2009), p. 1647.

HÖZLE, G., "Gibt es noch eine finanzierungsfolgenverantwortung im MoMiG?", en *Zeitschrift fur Wirtschaftsrecht* n.º 41 (2009), p. 1939.

HOVASSE, H., "Politique de rémunération prévue par le décret n.º 2009-348 du 30 mars 2009", en *Dr. Sociétés* n.º 115 (2009), p. 21.

JETLEY G./RZAKHANOV, Z., "The Effect of Statutory Indemnity on Securities Class Action Litigation Settlements: A First Look", en *Stanford Journal of Law Business & Finance* n.º 2 (2009), p. 305.

JOHNSON, L./GARVIS, D., "Are Corporate Officers Advised About Fiduciary Duties?", en *The Business Lawyer* n.º 4 (2009), p. 1105.

LEBÈGUE, D., "La gouvernance d'entreprise en Europe. Hétérogénéité des règles de droit, convergence des pratiques", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 9.

LE CANNU, P., "Modification des rémunerations de dirigeant: oui pour demain non pour hier", en *Billetin Joly* (2009), p. 556.

LÓPEZ LÓPEZ, E., "Gobierno y responsabilidad en las sociedades mercantiles", en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, t. XLIV (2009), p. 13.

MOSCO, G.D./VELLA, F., "Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi", Milán (2008), VI-212 pp.

POULLE, J.-B., "L'apparition du principe 'se conformer ou expliquer' en droit français", en *RTDF* (1 de marzo de 2008), p. 41.

POULLE, J.-B., "La mise à l'épreuve du principe 'se conformer ou expliquer' au Royaume-Uni", en *JCP E* (2009), p. 1.123.

POULLE, J.-B., "Les codes de gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne", en *RTDF* (1 de mayo de 2009), p. 73.

RONTCHEVSKY, N./STORCK, M., "Des ordonnances pour rendre la place financière de Paris plus attractive: reforme du droit des titres et substitution de l'offre au public de titres financiers à la notion d'appel public à l'épargne in Chron. Droit des marchés financiers", en *RTD com.* (2009), p. 397.

STOLOWY, N., "Transparency and Prevention for Corporate Bankruptcy: A US-France Comparison", en *The Journal of Business Law* n.º 6 (2009, p. 525.

TEICHMANN, C., "Verhandelte Mitbestimmung für Auslandsgesellschaften", en *Zeitschrift fur Wirtschaftsrecht* n.º 38 (2009), p. 1787.

ZANCHI, M., "La tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate", Milán (2009), X-232 pp.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

TUCCI, A., "Vigilanza sugli intermediari finanziari e responsabilità civile della Consob", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2009), p. 486.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

JUST, C., "Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)-Börsengang durch die Hintertür?", en *Zeitschrift fur Wirtschaftsrecht* n.º 36 (2009), p. 1698.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

ACCETTELLA, F., "Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2009), p. 454.

CAPRIGLIONE, F., "Dalla trasparenza alla 'best execution': il difficile percorso verso

il 'giusto prezzo'", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2009), p. 475.

KRÄMER, L./HEINRICH, T., "Aufsätze-Emittentenleitfaden 'reloaded'", en *Zeitschrift fur Wirtschaftsrecht* n.º 37 (2009), p. 1737.

STORCK, M., "Les modalités de commercialisation d'instruments financiers", en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique* n.º 3 (2009), p. 585.

— OPAS

BAUMS, T./SAUTER, M., "Abhandlungen-Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten", en *Zeitschrift fur das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 4 (2009), p. 454.

MUCCIARELLI, F., "Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2009), p. 382.

MUCCIARELLI, F., "Cross-border Tenden Offers, the Exclusion of Certain Shareholders and the Principle of Equal Treatment", en *Uniform Law Review* n.º 1-2 (2009), p. 165.

SCHMIDT, D., "Action de concert et franchissement de seuils", en *Bulletin Joly* (2009), p. 778.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

CLERMONTEL, P., "Le droit de la communication financière", París (2009), 554 pp.

DAIGRE, J.-J., "L'information délivrée au marché doit être complete", en *Revue des Sociétés* n.º 3 (2009), p. 643.

PIQUEMAL, A., "Les agences de notation en question", en *Euredia* n.º 1 (2009), p. 139.

SCHILLER, S., "L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée", en *Dr. Sociétés* n.º 12 (2009), p. 6.

STUART, D.M./WILSON, D.A., "Disclosure Obligations Under the Federal Securities Laws in Government Investigations", en *The Business Lawyer* n.º 4 (2009), p. 973.

TÍTULOS VALORES

— EN GENERAL

LUCAS, F.-X., "Contribution doctrinale au droit des titres", en *Bulletin Joly* (2009), p. 721.

— VALORES MOBILIARIOS

ONZA, M./SALAMONE, L., "Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª, (2009), p. 567.

SORCI, E., "Contributo alla ricostruzione della fattispecie 'strumento finanziario partecipativo' (uno, nessuno o centomila?)", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2009), p. 403.

ACCIONES

GIAMPAOLINO, C.P., "Clausola di covendita (drag-along) ed 'equa' valorizzazione dell'azione", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2009), p. 523.

LE CANNU, P./DONDERO, B., "L'actionnaire agissant ut singuli en responsabilité contre un dirigeant peut demander l'exécution de la condamnation sous astreinte", en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique* n.º 3 (2009), p. 578.

LÓPEZ MATEO, M.A., "Asistencia financiera: análisis y crítica del derecho vigente.

Ley 3/2009 (I)", en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 272 (2009), p. 541.

REDONDO TRIGO, F., "El régimen de la compraventa de acciones de la sociedad en formación en la sentencia del Tribunal Supremo, de 4 de febrero de 2009", en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* n.º 714 (2009), p. 2214.

RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., "Los acuerdos de no competencia en los supuestos de transmisión de empresa", en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 273 (2009), p. 835.

STORCK, M., "Donations d'actions de societies commerciales", en *Banque & Droit* n.º 126 (2009), p. 48.

TINA, A., "Trasferimento di partecipazioni societarie: risoluzione del contratto per mancanza di qualità aliud pro alio e annullamento del contratto per dolo", en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª, (2009), p. 565.

OBLIGACIONES

FAYOS FEBRER, J.B., "Obligaciones convertibles y derecho de preferencia a la luz de la última reforma societaria y de la jurisprudencia comunitaria", en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 272 (2009), p. 483.

Recensiones

TÍTULO: OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPAs).

Autor: Fernando Sánchez Calero, Civitas, Thomson Reuters, Pamplona, 2009, 636 pp.

1. Introducción y planteamiento.

Al leer el libro de Fernando Sánchez Calero, no he podido evitar recordar que, según se dice, en Derecho no hay niños prodigio; no hay figuras como Mendelssohn, Mozart o Beethoven, Pascal o Regiomontano. Dicho de otro modo, la ciencia jurídica no permite que inteligencias preclaras, muy dotadas para otras ramas del conocimiento igualmente elevadas como la música o las matemáticas destaquen a edades tempranas y dominen sus métodos y técnicas. Una obra como ésta obliga a matizar la expresión *ars longa, vita brevis*; en efecto, sólo tras una trayectoria de estudio, de análisis y de atenta observación de la realidad puede aspirarse a cumplir el principio que, de forma quizá no exacta, pero bien intencionada, enuncia la frase latina. Si bien la vida es breve y el arte, seguramente, difícilmente alcanzable, hay obras que nos inducen a creer que el Derecho, como un arte, es posible. Así que me va a ser fácil, partiendo de estas premisas, recensionar la obra que el profesor Fernando Sánchez Calero dedica a las ofertas públicas de adquisición.

A fin de situar la monografía en su contexto hay que dejar constancia de lo que sigue: el profesor Sánchez Calero, junto con el profesor Zurita y el prematuramente desaparecido profesor Sánchez Andrés conforman la primera línea de los juristas españoles que magistralmente han analizado desde sus inicios el régimen de las OPAs en Derecho español. A ellos se suma, como segunda generación, un nutrido grupo de mercantilistas de entre los que destacan los profesores Garrido García, García de Enterría Lorenzo-Velázquez, Sánchez-Calero Guilarte y Tapia Hermida. Esta afirmación mía podrá deducirla el lector del índice de autores de la obra: son siete autores de imprescindible lectura para cualquier estudioso de la materia.

El libro es un completo estudio del régimen de las OPAs a la luz de los cambios producidos en nuestro Derecho por la necesaria transposición del contenido 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 (Directiva de OPAs). El autor analiza el régimen español (capítulo V del título IV de la LMV, artículos 60 a 60 *quater* y Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, que se cita como Reglamento de OPAs) con detalle y profundidad a lo largo de 610 páginas.

La reforma obligada del régimen de las OPAs en España por la adaptación de nuestro Derecho a la Directiva de 2004 implica el cambio del modelo de una opa *a priori* y parcial a una opa *a posteriori* y total, una vez que se ha adquirido el control de la sociedad. Como indica Sánchez Calero (p. 411), "ha cambiado la función de la oferta pública como uno de los instrumentos para la integración de otra sociedad en el grupo por medio de su afiliación, para ponerse en primer lugar la protección de los accionistas libres" o ajenos a ese control que ya tiene el oferente. Y ello es así aunque el control no esté consolidado, añadimos nosotros, ya que su eficacia queda condicionada a la formulación de una OPA, salvo que el accionista de control y, en su caso, quienes actúen con él de concierto, estén amparados por una dispensa a su formulación (artículos 60.2 de la LMV y artículos 4.2 del Reglamento de OPAs, cuestión esta de la dispensa bien analizada por el autor en las pp. 184 y ss.).

Deja claro el profesor que hace casi cuarenta años (1971) que se dedica a estudiar estos procesos relacionados con el control de las sociedades cotizadas. Ya entonces, con tino y presciencia, los situaba en el Derecho de grupos de sociedades, en concreto, como técnicas de afiliación o de integración societaria en el seno de un grupo. Y, por ello, eran medios para la concentración económica: Derecho de sociedades, Derecho del mercado de valores y Derecho de la competencia son los tres sectores del ordenamiento jurídico que más inciden en el régimen de las OPAs (además de otras especialidades del Derecho administrativo económico, en la medida en que determinadas operaciones requieren autorización administrativa no sólo de la CNMV o de la CNC, sino también de la CMT, la CNE o el Banco de España en función del sector de actividad al que afecte la adquisición del control de la sociedad afectada, v. al respecto las pp. 342 y ss. del libro).

2. Estructura de la obra

La monografía se estructura en doce capítulos y recoge al final índices legislativos, jurisprudenciales, de autores y analíticos. A propósito del primero se cita como derogado el Reglamento de Bolsas de 1967. Aunque no es materia fácil de resolver por la defectuosa técnica que ha empleado el legislador reglamentario en la derogación de la norma, creemos que los artículos 48.1 y 49 siguen vigentes, ya que así ha sido expresamente declarado por la disposición derogatoria única del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre. Además, el capítulo V del Reglamento de Bolsas (artículos 22 a 55), si bien formalmente derogado, permanece transitoria y parcialmente vigente, siempre que no contradiga lo dispuesto en normas posteriores, en tanto las sociedades rectoras de las bolsas de valores aprueben su propia normativa de admisiones (disposición transitoria tercera Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

El autor, tras un capítulo introductorio, analiza el concepto y ámbito de aplicación del régimen de las OPAs en la norma española, en principio fiel reflejo de la Directiva comunitaria, aunque a lo largo de la obra se destaquen las desviaciones o la interpretación restrictiva que de algunos contenidos de la Directiva se han producido en su transposición.

Los capítulos III y IV se dedican a la OPA obligatoria y en el V se analizan otros supuestos de OPAs: las voluntarias, las opas de exclusión, la de reducción de capital

mediante adquisición de acciones propias y lo que Sánchez Calero sitúa también en ese ámbito: los procesos de *squeeze out* y *sell out*. Desde un punto de vista sistemático llama la atención el tratamiento del *squeeze out* y del *sell out* en este capítulo V ("otros supuestos de ofertas públicas de adquisición"), antes del temario dedicado al análisis detallado de las OPAs (caracteres, autorización administrativa, deber de pasividad, medidas preventivas anti-opa y su posible neutralización, modificación e ineficacia de la oferta, aceptaciones y resultado y ofertas competidoras). Ya el propio autor reconoce en la página 252 que estos procedimientos no tienen la naturaleza de OPA, pero sí están vinculados a ella por cuanto son consecuencia de éstas; el presupuesto de las compraventas forzosas es el éxito de la OPA previa que ha permitido adquirir el 90% de los valores con derecho a voto de la sociedad afectada (artículo 60.1 de la LMV y artículo 47 del Reglamento OPAs). Personalmente lo hubiera tratado al final de la obra, después del último capítulo sobre OPAs competidoras. La Directiva y el Reglamento de OPAs así lo hacen, regulando estos procesos en los artículos anteriores a los dedicados al régimen sancionador. Son compraventas forzosas (*squeeze out or sell out*) que pueden producirse con posterioridad a cualquier OPA, sea de exclusión o sea consecuencia de la adquisición o reforzamiento del control de la sociedad. Pero no olvidemos que el profesor Sánchez Calero es un experto en la materia, ya que precisamente incluyó lo que ahora se conoce como *squeeze out* en un proyecto de Decreto por él elaborado en 1971 (p. 73).

Los capítulos siguientes se refieren a materias de inexcusable tratamiento en toda monografía rigurosa sobre las OPAS: los caracteres de la oferta, el procedimiento administrativo (con especial referencia al incumplimiento de la solicitud de autorización), el deber de pasividad, la regla del *breakthrough,* la modificación e ineficacia de la OPA, el final del procedimiento (aceptaciones y resultado de la oferta) y las ofertas competidoras.

Como indica el autor, "el nuevo régimen de las OPAs, como el precedente al referirse a sociedades cotizadas, es manifiesto que discurre por el campo del Derecho de sociedades (recuérdese el nombre de las primeras Directivas sobre OPAs como la 13.ª 'en materia de sociedades'), lo que se compagina mal con un régimen reglamentario cerrado en sí mismo" (p. 86, en nota). Y es que en las OPAs aparecen casi de forma inextricable cuestiones referidas al Derecho de sociedades y cuestiones relativas al Derecho del mercado de valores. El autor se desplaza cómodamente por ambos sectores de nuestra ciencia jurídica y nos presenta un libro de fácil lectura, lo que es encomiable a la vista de la materia tratada.

3. Algunas cuestiones de Derecho del mercado de valores.

Ya hemos indicado que el autor lleva casi cuarenta años estudiando el fenómeno de las OPAs; de hecho, elaboró el Anteproyecto de Decreto de 1971 a propuesta de la Bolsa de Bilbao y preparó junto con Aurelio Menéndez un anteproyecto de lo que luego fue, con amplias modificaciones respecto al texto inicial, el Real Decreto 1197/1991, de 26 de junio, vigente hasta 2007 (v. pp. 72 y ss.). Tenía, pues, que retomar la materia, esta vez desde la perspectiva de la Directiva de OPAs que se analiza a lo largo de toda la obra, y con referencias también al británico *Takeover Code*

elaborado y actualizado por *The Panel on Takeover and Mergers* y cuyo contenido fue ampliamente modificado para adaptarse a la Directiva de OPAs y a la *Companies Act,* 2006 (www.thetakeoverpanel.org.uk. La traducción española de la versión del *Takeover Code* de julio de 2000 fue publicada en el núm. 17, 2001, de la RdS).

Desde un enfoque en el que está muy presente la práctica en materia de OPAs y la realidad transfronteriza del fenómeno, el autor analiza con especial detalle la cuestión de la **autoridad administrativa supervisora** de la operación tanto en la Directiva como en el Derecho español, así como los problemas que plantea la determinación de la Ley aplicable en nuestro Derecho interno (pp. 101 y ss.). Al respecto queremos señalar que uno de los supuestos en los que se prevé la mediación del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) es precisamente el previsto en el artículo 4.2.c) segundo párrafo de la Directiva: el conflicto entre supervisores acerca de cuál de ellos es competente para supervisar la OPA sobre una sociedad cuyos valores fueron admitidos a negociación simultáneamente en varios mercados regulados de la Unión antes del 20 de mayo de 2006. Se trata de un caso en el que no se pueden aplicar las reglas previstas en la Directiva sobre la competencia del Estado miembro del domicilio social, o del Estado en cuyo mercado o mercados regulados se admitieron por primera vez los valores a negociación, y otras previstas en el propio artículo 4 de la Directiva. Respecto a la posible mediación del CESR, v. el documento *CESR Mediation Mechanism* de enero de 2006 (www.cesr.eu).

El tratamiento que el autor realiza de los **supuestos excluidos de la OPA obligatoria cuando se alcanza una participación de control** (pp. 190 y ss.) es en nuestra opinión completo y documentado. Y ha de compartirse su crítica al nuevo régimen reglamentario entre otros aspectos, en lo que se refiere a las operaciones exceptuadas (artículo 8 del Reglamento); cuestiona el profesor la licitud de algunas exclusiones a la hora de conciliarlas con la obligación de los Estados miembros de la UE de velar por el respeto a determinados principios como son que todos los titulares de la sociedad afectada reciban un trato equivalente, y el que se tutele a los accionistas minoritarios frente a los grupos de control [artículo 3.a) de la Directiva]. Ya con la obra en el mercado, la Sala Cuarta del TJCE se pronuncia a propósito de una cuestión prejudicial que trae causa de unos hechos anteriores a la Directiva de OPAs en la Sentencia de 15 de octubre de 2009 (asunto C-101/08). Se trataba de dilucidar si los accionistas minoritarios de una sociedad cotizada tienen derecho a exigir un trato igualitario por parte de los accionistas mayoritarios que han adquirido una participación significativa de esa sociedad sin formular una OPA por no haber sido en ese supuesto de obligatoria presentación. El TJCE entiende que no hay ningún principio general de Derecho comunitario según el cual los minoritarios están protegidos por la obligación del accionista 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 adquisición de una participación que confiera el control o lo refuerce. De hecho, en España conocemos situaciones en las que el precio pagado —siempre por debajo del umbral de la OPA obligatoria— por un adquirente de control a titulares de participaciones significativas (que representaban, en un caso concreto, el 22% del capital social de una compañía eléctrica) ha sido notablemente superior al de cotización del valor en ese momento (así, más de un 24% respecto al valor de cotización, v.

Hecho relevante de 23 de septiembre de 2005 en www.cnmv.es). Vuelve entonces la materia al Derecho de sociedades. Y retorna al del mercado de valores a propósito del **precio equitativo** en la OPA obligatoria, al que dedica el autor parte del capítulo VI, titulado "caracteres de la oferta" (pp. 293 y ss.). Al respecto, pone de manifiesto que la transposición del artículo 5.4 de la Directiva al Derecho español (artículo 9 del Reglamento de OPAs) omite la exigencia de hacer constar por la CNMV la motivación de su decisión de modificar el precio equitativo, lo que contraviene el propósito de la Directiva de alcanzar una definición común a lo largo de la UE de lo que se entiende por precio equitativo; entiende por ello que estamos ante una excepción a ese concepto común de *equity price* y por tanto ha de estar suficientemente justificada esa actuación de la CNMV por la que se modifica el precio de los valores objeto de la OPA. A ello añadimos nosotros la obligación de motivar los actos administrativos *ex* artículo 54 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las administraciones públicas y del procedimiento administrativo común.

En este mismo capítulo VI destaca el autor con acierto las alteraciones que el Reglamento de OPAS de 2007 ha introducido respecto al régimen anterior (Real Decreto 1197/1991), en lo que se refiere al **anuncio previo a la OPA**: en primer término, establece el artículo 16 de la norma de 2007 el deber del futuro oferente de hacer pública su decisión de formular una OPA (sea ésta voluntaria u obligatoria), en segundo lugar, ha de solicitar autorización a la CNMV y, en tercer lugar, el oferente ha de publicar su oferta (artículo 22 del Reglamento de OPAs). El **cambio en el procedimiento** (en el RD de 1991 el punto de partida del procedimiento era la solicitud de autorización a la CNMV) trae causa, como bien indica Sánchez Calero, del nuevo régimen de transparencia que instauran las Directivas de Transparencia y de abuso de mercado y que persiguen reducir el uso indebido de información privilegiada en los mercados de valores de la UE (pp. 313 y ss. V. también el tratamiento que sobre el "deber de sigilo" realiza en las pp. 483-485). Y critica con acierto la ubicación sistemática del artículo 32.1 del Reglamento de OPAs en lo que se refiere al **deber de secreto** sobre aquellas informaciones que no consten en el anuncio de la oferta hasta que ésta se haga pública en los términos contemplados en el artículo 17 del Reglamento. En su opinión, esta norma debiera colocarse en el capítulo V del Reglamento, que es el dedicado al anuncio, presentación y autorización de la oferta. Seguramente por considerar que es una materia propia del Derecho del mercado de valores en general y no específica de las OPAs, Sánchez Calero omite el tratamiento detallado de la información reservada a propósito de la OPA [artículo 83 bis de la LMV y normativa de desarrollo. Recientemente, v. la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la CNMV, sobre la designación de interlocutores por los emisores ante la CNMV en materia de información relevante, cuyo anexo actualiza el listado de supuestos (orientativos) que pueden generar dicha información y entre los que se incluyen expresamente la oferta pública de adquisición de valores, lo que, por otra parte, es obvio, ya que la formulación de una OPA afecta a la cotización del valor, tanto de la sociedad oferente como de la sociedad afectada].

4. Algunas cuestiones (claves) de Derecho societario

Uno de los temas fundamentales en materia de OPAs es el de la **disociación entre la condición de accionista y el titular del derecho de voto**, derecho político que tradicionalmente aparecía como intrínsecamente unido a la titularidad de la acción en la sociedad anónima. El autor dedica gran parte del capítulo tercero a estudiar los derechos de voto como objeto del cómputo de la participación de control y de la OPA, en el marco de las OPAs obligatorias (pp. 134 y ss.). Si bien la cuestión por sí sola bien podría ser el objeto de una monografía, hubiera sido deseable, dados sus amplios cocimientos en la materia, un mayor detenimiento en su análisis, incluyendo algo más que una referencia (p. 142) a los custodios internacionales de valores (*Central Securities Depository,* CSD) a los que se refiere, junto con otras entidades, el artículo 24.2 del Real Decreto de transparencia (Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre), custodios internacionales que en ocasiones escapan del control de los supervisores nacionales. La gran complejidad que presenta el conocer para cada sociedad cotizada quién realmente está en condiciones de ejercer los derechos de voto es uno de los principales problemas que se plantean en las OPAs obligatorias, ya que en ocasiones no es fácil determinar cuándo se alcanza el control de la sociedad cotizada (el 30% de los derechos de voto o más de la mitad de los consejeros, artículo 4 del Reglamento de OPAs). Y ello sin perjuicio de las oportunas referencias que realiza el autor a lo largo del capítulo, a los instrumentos que puedan dar (o que den) derecho a acciones con voto, como los *swaps* o los futuros financieros.

Acierta Sánchez Calero cuando expone críticamente el **régimen legal de los efectos de la venta de acciones con el derecho de voto suspendido** (artículo 27.3 del Reglamento OPAs), y destaca en pp. 212 y ss. la dificultad en la aplicación de la sanción prevista en el 60.3 de la LMV y concordantes del Reglamento: la imposibilidad de ejercer los derechos políticos para el adquirente de los valores transmitidos por el socio incumplidor del deber de formular una OPA en el plazo de tres meses desde la adquisición de esos valores. Ahora bien: esta prohibición de ejercicio de derechos políticos no juega si el adquirente no pertenece al grupo del incumplidor, o no ha actuado en concierto con él o no concurren el resto de las circunstancias previstas en los artículos 5 y 6 del Reglamento de OPAs. Pero el propio sistema ciego de compraventa de valores en bolsa hace muy difícil localizar en tiempo prudencial al nuevo adquirente de esos valores y requiere la colaboración de las entidades encargadas de los registros contables que forman parte, en nuestro caso, de Iberclear.

El capítulo VII está dedicado al análisis del **deber de pasividad del órgano de administración ante la formulación de una OPA** (pp. 371 y ss.). El profesor Sánchez Calero ya había estudiado este tema y cita su trabajo al respecto en la obra colectiva que, editada en Caracas en 2008, se dedica al Bicentenario del Código de Comercio francés. Critica el autor la defectuosa técnica empleada por el legislador en el artículo 60 bis de la LMV al extender el ámbito de aplicación del deber de pasividad a los órganos de administración de las sociedades del mismo grupo que la afectada (pp. 385 y ss.). *"El simple hecho de que el régimen general de las OPAs autorice a la junta general a inmiscuirse de forma extraordinaria con carácter general en actos propios de la gestión de la sociedad, no permite admitir la posibilidad de su extensión*

a los órganos de otras sociedades, como son las del grupo de la sociedad afectada, o a los miembros de esos órganos de sociedad distinta a la afectada, sin contar con sus órganos respectivos". Y advierte en nota de que *"la unidad de dirección —que por cierto se ha omitido en el artículo 4 de la LMV y que ya no aflora en el artículo 42 del C. de Com.— es una circunstancia de hecho, que opera jurídicamente de forma indirecta por medio de la junta general de la sociedad dominada del grupo que nombra (y separa) a sus administradores. Es obvio, que de hecho la sociedad dominante puede nombrar a los administradores de la filial. Pero es una circunstancia fáctica de primer orden que formalmente, en el plano jurídico, ese nombramiento directo sin contar con los órganos de la sociedad filial no es válido. Lo mismo podemos decir respecto a la eficacia de los acuerdos sobre autorización de ciertos actos. El Reglamento OPAs parece operar con criterios de hecho con olvido de elementales principios jurídicos"* (p. 392). Con una argumentación, además, muy detallada en las páginas siguientes, convence al afirmar que la autorización previa de la Junta general a que se refiere el artículo 28 del Reglamento de OPAs se ha de referir necesariamente al órgano de administración de la sociedad afectada (y no a los de las sociedades del grupo). Y además no alcanza a los miembros del órgano de administración u órgano delegado o apoderado de éstos, contra lo que pudiera entenderse al leer el artículo 28 del Reglamento. Advierte sobre el hecho de que la transposición de la Directiva de OPAs al Derecho español significa "una modificación de la competencia normal tanto del órgano de administración (esté organizado conforme a la regla general de nuestro ordenamiento, es decir, conforme al sistema monista, u organizado de acuerdo con el sistema dual, como puede acontecer en el caso de la sociedad europea domiciliada en España), como de la junta general, en cuanto no corresponde a ésta inmiscuirse en la gestión o administración de la sociedad, que la Ley confía al órgano de administración" (p. 388).

En el capítulo IX se estudian las **medidas preventivas anti-opa** y la opción de su **neutralización**. Indica Sánchez Calero que, a pesar de que España ha asumido el planteamiento opcional de la Directiva, es preciso aclarar que aquél está limitado por normas del Derecho de sociedades español, que en este punto no coincide con el de otros Estados y, por ello (pp. 429 y ss.), determinadas medidas o prácticas anti-opa admisibles en ordenamientos extranjeros, en España carecen de validez; es el caso, entre otras, de los condicionantes que recaen sobre las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones *ex* artículo 63.1 de la LSA o la exigencia de que los valores cotizados han de ser libremente transmisibles (aunque este requisito para la admisión de valores a negociación aparece con carácter general en el artículo 9 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre. El artículo 32 bis de la LMV, que cita el autor, tiene como destinatarios a las sociedades rectoras de los mercados secundarios e incorpora a la LMV el contenido del artículo 40 de la MiFID, desarrollado en este punto por el artículo 35 del Reglamento CE 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto). Tampoco serían admisibles sociedades cotizadas con acciones de voto múltiple al conculcar el artículo 50.2 de la LSA. El régimen español sobre medidas de neutralización llega a un resultado similar al perseguido por la Directiva, pero lo hace de forma más directa que ésta, ya que facilita la posibilidad de que las sociedades apliquen el sistema del *breakthrough* por medio de un acuerdo de la Junta general.

Realiza en este capítulo un cuidado análisis comparativo con el régimen de la Directiva de los **supuestos en los que la sociedad afectada puede adoptar medidas de neutralización**, materia en la que confluyen el Derecho de sociedades y el del mercado de valores. Por lo que se refiere a los pactos parasociales (tema que conoce muy bien el autor, ya que el régimen de la LMV procede, aunque mutilado, del establecido en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 2002), demuestra que el Derecho español es más restrictivo en su ámbito de aplicación que la Directiva. Y lo mismo sucede con las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad y en los pactos parasociales a ellas referidos. En relación con esta última cuestión, se proclama partidario, *de lege ferenda*, de prohibir la limitación estatutaria máxima de los derechos de voto en las sociedades cotizadas (p. 442).

Demuestra que la referencia de los artículos 60 *ter* de la LMV y 29 del Reglamento OPAs al **umbral del 75% del capital con derecho a voto** adquirido como consecuencia de una OPA para sean ineficaces las restricciones a la transmisibilidad de los valores y al derecho de voto es consecuencia de un equívoco del texto de la Directiva, que no coordinó el contenido de sus artículos 11 y 12. Y con acierto afirma (p. 439) que "es difícil imaginar que un oferente, que haya adquirido por medio de la OPA el 75% o más de las acciones con voto de la sociedad afectada, pueda convocar una junta general para optar por neutralizar cualquier medida que le impida el ejercicio del poder de control sobre la sociedad afectada, y no pueda pedir que en la convocatoria de la junta general figure como tema a tratar en ella la modificación de los estatutos sociales en los aspectos que estime conveniente, dentro de los márgenes generales de la LSA, y decidir sobre la sustitución de los administradores".

Trata de resolver los problemas que ha planteado una **defectuosa regulación de la juntas** a propósito de las medidas de defensa frente a una OPA y del acuerdo, en su caso, de neutralización de las medidas preventivas (artículos 29.2 a 5 y 29.1 a 5 del Reglamento de OPAs) y razonadamente propone superar la exigencia reglamentaria de celebración de dos juntas distintas (no olvidemos que estamos ante sociedades cotizadas) y, en su lugar, celebrar una única junta general bajo determinadas condiciones que detalla en las pp. 452-453 (que sea ordinaria, que se haga con al menos un mes de antelación, que figuren en el orden del día primero la opción sobre la aplicación de las medidas de neutralización y tras ellas las medidas de defensa propuestas por los administradores contra la OPA, y que se presenten por los administradores los dos informes previstos en los artículos 28 y 29 del Reglamento de OPAs).

Reyes Palá Laguna
Profesor Titular de Derecho mercantil
Universidad de Zaragoza

AA.VV., "El consumidor en la contratación bancaria electrónica", *Revista Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96 (2009), Fundación de las Cajas de Ahorros (168 pp.).

El número señalado de la *Revista Perspectivas del Sistema Financiero* está íntegramente consagrado al estudio de los aspectos más relevantes que implica la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. A través de distintos temas, los autores ofrecen un análisis detallado de la incorporación al ordenamiento español de este nuevo hito en la defensa del consumidor y, en especial, en la regulación de las nuevas formas de contratación a distancia que fomentan las nuevas tecnologías.

Juan Sánchez-Calero
Catedrático de Derecho Mercantil

ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2009

	N.º de revista	Página
ARTÍCULOS		
— Fondos de inversión libre y Derecho de Sociedades (traducción de Ignacio Farrando Miguel). *José Engracia Antunes*	113	7
— La estructura jurídica de los fondos de inversión. *Íñigo Damborenea Agorria*	113	55
— La hipoteca inversa como instrumento de protección social. *Antonio J. Jiménez Clar*	113	97
— Pluralidad de librados en la letra y de firmantes en el pagaré. *Francisco Cremades Bañón*	114	7
— Mecanismos jurídicos de protección del cliente inversor frente a las entidades prestadores de servicios de inversión. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda*	114	59
— Los ochenta años del Profesor Manuel Olivencia. *Ángel Rojo*	115	5
— Crisis financiera internacional: la respuesta española. Mesa Redonda celebrada el 20 de febrero de 2009	115	11
• Introducción (planteamiento de la problemática). *Manuel Olivencia Ruiz*	115	13
• Algunas reflexiones sobre la crisis financiera. *José Massa*	115	19
• Las medidas españolas de respuesta frente a la crisis financiera. *Francisco Uría Fernández* . .	115	29

	N.º de revista	Página
• Flexibilidad en las normas contables (acepciones y sentido). *José Antonio Gonzalo Angulo* y *Andrés Guiral Contreras*	115	39
• La crisis económica y la aportación de fondos públicos. *Luis María Cazorla Prieto*	115	77
• El papel de los accionistas y los administradores en la crisis de las entidades de crédito. *Juan Sánchez-Calero Guilarte*	115	113
— Instituciones financieras y Derecho de la competencia en el contexto actual de crisis. *Juan Ignacio Signes de Mesa*	115	133
— Dinero electrónico: reflexiones sobre su calificación jurídica. *Agustín Madrid Parra*	116	9
— Secreto profesional del abogado y blanqueo de capitales (cuestiones a partir de la Ley 19/1993). *Iñigo Damborenea Agorria*	116	57
— El contrato de aseguramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de acciones. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda*	116	85
— La *Derivative Action* como medio de tutela de la posición jurídica de socio en las sociedades cotizadas. *Fernando Marín de la Bárcena*	116	143

CRÓNICA

— La función de cumplimiento normativo en el ámbito de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión: de Basilea II a MiFID y su transposición en España. El reconocimiento legislativo de una realidad práctica. *Almudena de la Mata Muñoz*	113	145
— Sobre la naturaleza de los intereses. *Francisco Javier Jiménez Muñoz*	113	171
— El *confirming* en el Derecho argentino. *Carlos Molina Sandoval*	113	203
— Mejor ejecución de órdenes en el mercado de valores. *Alexandra Pobortscha*	114	121

	N.º de revista	Página
— La práctica forense de la ejecución hipotecaria. Respuestas a sus principales problemas de aplicación. *Federico Adán Doménech*	114	153
— Emisores e Internet ante los Criterios de la CNMV para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados. *Daniel Rodríguez Ruiz de Villa* y *María Isabel Huerta Viesca*	116	167
— La transformación del mercado de crédito consecuencia de la Directiva de crédito al consumo. *Miguel Linares Polaino* y *Miguel Sánchez Monjó*	116	187

DOCUMENTOS

— Recomendaciones contenidas en el *Informe Walker*: Un examen de las cuestiones de gobierno corporativo en las entidades bancarias y otras instituciones financieras británicas. Introducción y traducción. *Isabel Fernández Torres*	115	177

JURISPRUDENCIA

— De la responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Mercedes Fuertes*	113	233
— Pago mediante transferencia (bancaria) de crédito y devengo de intereses de demora en las operaciones comerciales. *Antonio Tapia Hermida*	114	189
— La relación de causalidad en la responsabilidad civil de los auditores de cuentas frente a terceros. *María Victoria Petit Lavall*	114	253
— La descripción de la mercancía y la obligación de examen de los documentos en el crédito documentario. *Rafael Marimón Durá*	115	197

	N.º de revista	Página
— El requisito de la proporcionalidad en el ejercicio de "derechos especiales del Estado" en grandes empresas privatizadas (sociedades cotizadas) que operan en sectores estratégicos o de servicio público. *Antonio Tapia Hermida*	116	209
— Responsabilidad bancaria por robo del contenido de una caja de seguridad. *Nemesio Vara de Paz*	116	255
NOTICIAS		
— Modelos sobre los anuncios y las solicitudes de autorización de las OPAs. *Fernando Sánchez Calero* .	113	261
— Proyecto de Ley sobre contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito. *Alberto J. Tapia Hermida* .	113	263
— ¿Qué pasa con las "ventas en corto"? *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*	113	265
— Propuesta de Directiva que modifica la Primera y Undécima sobre Derecho de Sociedades. *Alberto Ayala*	113	268
— Sometimiento a consulta pública de criterios de la CNMV sobre noticias y rumores referidos a valores cotizados. *Mónica Fuentes Naharro*	113	269
— Circulares de la CNMV sobre nuevas normas contables. *Alfonso Guilarte*	113	270
— Desarrollo del régimen reglamentario de las empresas de asesoramiento financiero: la Circular 10/2008 de la CNMV. *Alberto J. Tapia Hermida*	113	270
— ¿Qué es el "Plan Obama"? *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*	113	272
— UNCITRAL: Informe del Grupo de Trabajo sobre el Régimen de la Insolvencia. *Mónica Fuentes Naharro*	113	274
— La CNMV aprueba una Guía para la transmisión de información privilegiada. *Juan Sánchez-Calero* . . .	113	275

	N.º de revista	Página
— El Proyecto de Ley por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario. *Rafael Rojo Álvarez-Manzaneda*	113	275
— Comunicación de la CNMV sobre sistemas de indemnización de los inversores. *Alberto J. Tapia Hermida*	113	282
— Propuesta de una Ley de sobreendeudamiento familiar. *Fernando Barco*	113	283
— Reforma de la Ley Concursal. *Alfonso Guilarte*	113	284
— Propuesta de nuevos principios para la retribución de los consejeros ejecutivos. *Juan Sánchez-Calero*	114	277
— La crisis de los Fondos de Inversión Inmobiliaria: especial referencia al caso de Santander Banif Inmobiliario FII. *Alberto Javier Tapia Hermida*	114	279
— Declaración del Foro Europeo de Gobierno Corporativo sobre los problemas transfronterizos en materia de gobierno corporativo. *Mónica Fuentes*	114	281
— Hacia un nuevo Derecho de sociedades de capital. *Isabel Fernández Torres*	114	282
— El Informe Laroisière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera. *Alberto Javier Tapia Hermida*	114	282
— Reino Unido: el Informe Turner sobre la crisis financiera. *Juan Sánchez-Calero*	114	285
— El "Plan Geithner". *Mónica Fuentes*	114	286
— Recomendación de la Comisión Europea en materia de retribución de consejeros de sociedades cotizadas. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*	114	288
— Propuesta de Reglamento Comunitario sobre las Agencias de Calificación Crediticia. *Juan J. Gutiérrez Alonso*	114	290
— Orden Ministerial en materia de información relevante. *Alfonso Guilarte*	114	293
— Publicado el Proyecto de Ley de Servicios de Pago. *Mónica Fuentes*	114	294
— Circular y Comunicación de la CNMV sobre categorías de Instituciones de Inversión Colectiva y sobre Fondos de Inversión Clónicos. *Alberto Javier Tapia Hermida*	115	219

	N.º de revista	Página
— Formulación de cuentas y concurso. *Juan Sánchez-Calero Guilarte*	115	220
— Nueva normativa legal y reglamentaria norteamericana derivada de la crisis financiera. *Emilio Díaz Ruiz*	115	221
— Reino Unido: El Informe Walker sobre el gobierno de bancos y entidades financieras. *Isabel Fernández Torres*	115	225
— Reforma del régimen de las participaciones significativas. *Juan Sánchez-Calero Guilarte*	115	226
— El proceso de reestructuración de las entidades de crédito en el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio. *Rafael Rojo Álvarez-Manzaneda*	115	227
— Jurisprudencia de Audiencias Provinciales sobre responsabilidad de los bancos por falta de información adecuada en la comercialización de instrumentos financieros complejos. *Alberto Javier Tapia Hermida*	115	236
— Holanda: Código bancario provisional. *Isabel Fernández Torres*	115	239
— Publicado el Informe de la CNMV sobre el Gobierno Corporativo en España-2008. *Juan Sánchez-Calero Guilarte*	115	240
— Doctrina del Tribunal Constitucional sobre los planes de pensiones. *Alberto Javier Tapia Hermida*	115	242
— Gran Bretaña: Revisión del *Combined Code*. *Isabel Fernández Torres*	115	245
— VII Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. *Cristina Guerrero Trevijano*	116	285
— Modificaciones reglamentarias en la regulación de los planes y fondos de pensiones: el Real Decreto 1299/2009. *Javier Fernández Alen*	116	291
— El timbre como fundamento de excepción cambiaria. *Juan Sánchez-Calero*	116	292
— Modificación sobre el extravío, sustracción o destrucción de la letra de cambio. *Alberto Ayala*	116	293
— Novedades reglamentarias en la ordenación y supervisión de seguros privados: el Real Decreto 1298/2009. *Javier Fernández Alen*	116	294

	N.º de revista	Página
— Directiva 2009/102/CE relativa a las sociedades de responsabilidad limitada unipersonales. *Mónica Fuentes Naharro*	116	295
— La nueva estructura centralizada de supervisión de los mercados financieros en la Unión Europea: las propuestas regulatorias de la Comisión de 23 de septiembre de 2009 para la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y del Sistema Europeo de Supervisores Financieros. *Alberto Javier Tapia Hermida* .	116	296
— Nueva Directiva sobre obligaciones de información y de documentación en el caso de fusiones y escisiones. *Juan Sánchez-Calero*	116	297
— Francia: sobre la obligación de la banca de aceptar el rechazo, por parte del titular, de un cargo efectuado en su tarjeta. *Mónica Fuentes Naharro*	116	298
— Unificación de criterios sobre la excepción en procedimiento cambiario del defectuoso cumplimiento del contrato subyacente. *Alberto Ayala*	116	299
— Resolución de la Comisión Nacional de la Competencia de 29 de mayo de 2009: Inexistencia de conductas prohibidas en la celebración de los seguros de vida para garantizar la restitución de préstamos hipotecarios por entidades de crédito. *Alberto Javier Tapia Hermida*	116	299
— La paridad de trato de los accionistas y la Sentencia Audiolux del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. *Juan Sánchez-Calero*	116	303
— Sobre la delegación de la facultad de convocar la Junta. *Blanca Villanueva García-Pomareda*	116	305
— El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating"). *Alberto Javier Tapia Hermida*	116	306
— La reforma de la Ley de Auditoría de Cuentas. *Juan Sánchez-Calero*	116	313
— Publicado el Informe Walker. *Juan Sánchez-Calero* .	116	315

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA *REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSATIL*

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 recensiones deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (C/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: rdbb@sanchezcalero.com, a la atención de Mari Carmen Amor.

2. En 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.