

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Fondos de inversión libre y Derecho de Sociedades (traducción de Ignacio Farrando Miguel). *José Engrácia Antunes* 7
- La estructura jurídica de los fondos de inversión. *Íñigo Damborenea Agorria* 55
- La hipoteca inversa como instrumento de protección social. *Antonio J. Jiménez Clar* 97

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* 145
- Sobre la naturaleza de los intereses. *Francisco Javier Jiménez Muñoz*. 171
- El *confirming* en el Derecho argentino. *Carlos Molina Sandoval* 203

JURISPRUDENCIA

- De la responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Mercedes Fuertes* 233

NOTICIAS

1. Modelos sobre los anuncios y las solicitudes de autorización de las OPAs. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	261
2. 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. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	263
3. ¿Qué pasa con las “ventas en corto”? <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	265
4. Propuesta de Directiva que modifica la Primera y Undécima sobre Derecho de Sociedades. <i>Alberto Ayala</i>	268
5. Sometimiento a consulta pública de criterios de la CNMV sobre noticias y rumores referidos a valores cotizados. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	269
6. Circulares de la CNMV sobre nuevas normas contables. <i>Alfonso Guilarte</i>	270
7. Desarrollo del régimen reglamentario de las empresas de asesoramiento financiero: la Circular 10/2008 de la CNMV. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	270
8. ¿Qué es el “Plan Obama”? <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	272
9. UNCITRAL: Informe del Grupo de Trabajo sobre el Régimen de la Insolvencia. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	274
10. La CNMV aprueba una Guía para la transmisión de información privilegiada. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	275
11. El Proyecto de Ley por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario. <i>Rafael Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	275
12. Comunicación de la CNMV sobre sistemas de indemnización de los inversores. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	282
13. Propuesta de una Ley de sobreendeudamiento familiar. <i>Fernando Barco</i>	283
14. Reforma de la Ley Concursal. <i>Alfonso Guilarte</i>	284

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	287
Recensión de Pablo Gómez-Blanes. <i>El principio de accesoriedad de la fianza</i> , por <i>Juan Sánchez Calero</i>	293

ARTÍCULOS

FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE Y DERECHO DE SOCIEDADES

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES ⁽¹⁾

*Profesor de Derecho Mercantil
Universidade Católica Portuguesa*

RESUMEN

Los fondos de inversión libres (hedge funds) son instituciones de inversión colectiva privada que, en un entorno regulatorio particular, recurren a unas complejas estrategias de inversión orientadas a la consecución del máximo beneficio. El negocio que actualmente mueven estos “hedge funds” alcanza el billón de dólares. A diferencia de los demás fondos, los “hedge funds” son inversores activos que se implican en el funcionamiento y administración de las sociedades destinatarias de su inversión. El presente trabajo examina la incidencia de dichos fondos en el derecho de sociedades presentando las causas y consecuencias de ese activismo en el gobierno y el control de las sociedades anónimas.

Palabras clave: “hedge funds”, fondos de inversión libres, buen gobierno societario, derecho de sociedades, fondos de inversión.

ABSTRACT

Hedge funds are privately-held and mostly unregulated investment funds which employ a variety of complex trading strategies aiming to an absolute return. They became a major economic and legal actor of the XXI century. The hedge fund industry is today a trillion dollar business. And, unlike traditional investment funds, they are active shareholders of their target companies, being deeply involved on their functioning, management and business strategy. This paper deals with the importance of hedge funds to modern Company Law, trying to assess both the causes and the consequences of the hedge fund activism on corporate governance and control.

Key words: hedge funds, corporate governance, Company Law, investment funds.

⁽¹⁾ E-mail de contacto del autor del artículo: jantunes@netcabo.pt. Traducción realizada por el Profesor Ignacio FARRANDO MIGUEL. *Universitat Pompeu Fabra*.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. LOS FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE.

1. Generalidades.

- A) Concepto.
- B) Origen histórico.
- C) Terminología.

2. Características.

- A) Estructuras organizativas.
- B) Objetivo y estrategias de inversión.
- C) Marco regulador.

3. Los fondos de inversión libre entre la Economía y el Derecho.

- A) Los fondos como fenómeno económico.
 - a) *Importancia actual.*
 - b) *Estrategias de inversión.*
- B) Los fondos como fenómeno jurídico.
 - a) *Estados Unidos de América.*
 - b) *Europa.*

III. FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE Y DERECHO SOCIETARIO.

1. El problema. El fondo de inversión libre como prototipo de accionista.

2. Sus fundamentos.

- A) Fundamentos estructurales.
- B) Fundamentos estratégicos.

3. Sus manifestaciones.

- A) Órganos de administración.
- B) Juntas generales.
- C) Control societario.
- D) Reorganizaciones societarias.

4. Sus efectos.

- A) Ventajas.
 - a) *Reunificación entre propiedad y control.*
 - b) *Eficiencia del mercado de valores.*
 - B) Riesgos.
 - a) *Riesgo sistémico.*
 - b) *Conflictos de interés.*
-

I. INTRODUCCIÓN

I. El 14 de diciembre de 2004, la *Deutsche Börse* anunció el lanzamiento de una oferta pública de adquisición (OPA) por valor de 2.000 millones de euros sobre su congénere londinense: la *London Stock Exchange*. Esta oferta amigable fue meticulosamente preparada por quien entonces ocupaba el cargo de presidente ejecutivo de su consejo de administración, el Sr. Werner Seifert, no sólo debido al fracaso de la tentativa de adquisición hostil de esa bolsa londinense en el año 2000 sino, sobre todo, por la oportunidad de aplicar la enorme liquidez con que contaba la bolsa alemana (estimada en cerca de 800 millones de euros) a un ambicioso plan estratégico de expansión europea.

Los problemas de Werner Seifert y de la *Deutsche Börse* comenzaron poco tiempo después y donde menos se lo esperaban. A mediados de enero de 2005, el *Children's Investment Fund Management*, un desconocido “hedge fund” o fondo de inversión libre con sede en Londres y titular de una participación del 5% en la *Deutsche Börse*, anunció públicamente su oposición a la oferta y empezó a remover las aguas. Comenzó por convocar una junta general extraordinaria al objeto de cesar al consejo de vigilancia de la sociedad y, poco después, consiguió el apoyo de otros accionistas titulares de más del 40% del capital de la bolsa alemana, convenciéndoles de que esa adquisición constituía un desperdicio de energía, tiempo y dinero, y que sería mejor distribuir esos recursos económicos entre los accionistas.

Finalmente, en el mes de marzo, y después de infructuosos intentos para remover a los socios disidentes, Werner Seifert reconoció que el proyecto de OPA había fracasado y dimitió poco tiempo después. A continuación, el nuevo presidente del consejo de administración anunció la distribución entre los socios de los excedentes de la empresa, satisfaciendo de esta manera la petición inicial del *Children's Investment Fund Management*⁽²⁾.

(2) Vid. para un relato en primera persona, SEIFERT, Werner/VOTH, Hans-Joachim, *Invasion der Heuschrecken. Intrigen-Machtkämpfe-Marktmanipulation. Wie Hedge Fonds die Deutschland AG attackieren*, Econ Verlag, Berlín, 2006.

El protagonismo decisivo que tuvo este fondo de inversión en el fracaso de esa mega operación societaria fue ampliamente reconocido. Y así también lo hizo uno de los mayores accionistas disidentes de la *Deutsche Börse*: “*hedge funds have done a marvelous job. We were right behind, but we couldn't have done it without them*”⁽³⁾.

II. Este suceso ilustra la relevancia del tema que aquí desarrollaremos: la creciente importancia de los fondos de inversión libre en la vida de las sociedades mercantiles y, en especial, de aquellas cuyo capital se encuentra disperso. En efecto, y a pesar de su relativa juventud, estos fondos se han convertido en menos de una década en los principales y más dinámicos accionistas de las grandes sociedades anónimas abiertas y para algunos, incluso, constituyen los “*principales activistas del gobierno societario y de control societario*”⁽⁴⁾.

De hecho, los datos disponibles parecen confirmar esa idea. De acuerdo con los datos relativos al año 2006, se estima que hoy en día existen en todo el mundo cerca de 10.000 fondos de inversión libre que, con un patrimonio global superior a 1,5 billones de dólares, son los responsables del 40% al 50% del volumen de transacciones efectuadas en las principales plazas financieras mundiales⁽⁵⁾.

Por otro lado, también es fácil observar cómo se han multiplicado los ejemplos donde se muestra la relevancia de las actuaciones de estos fondos tanto en el plano (macro) de los mercados como en el (micro) de las sociedades en particular. En efecto, bajo la primera de estas ópticas basta con recordar el conocido colapso del *Long-Term Capital Management* (LTCM). Este fondo, dedicado a realizar operaciones de arbitraje en los mercados de tipos de cambio con base en modelos puramente matemáticos, y entre cuyos miembros se encontraban dos futuros laureados con el Premio Nobel de Economía (Myron Scholes y Robert Merton), tenía entre sus clientes a varios de los más destacados bancos y entidades financieras (por ejemplo: *Bankers Trust*, *Chase*, *Deutsche Bank*, *Goldman Sachs*, *JP Morgan*, *Société Générale*, etc.). Su repentino colapso a finales de 1998, con unas pérdidas por valor de casi 5.000 millones de dólares, generó tales ondas de choque en los mercados mundiales que obligó a intervenir al Banco de la Reserva Federal de los EE.UU. para evitar lo que, en palabras de su presidente, fue considerado como “*un riesgo no despreciable de ruptura del sistema financiero internacional*”⁽⁶⁾.

Algo muy semejante se verifica a nivel micro, es decir, en el plano de las empresas en particular. En efecto, ciñéndonos a ejemplos ocurridos en los dos últimos años,

(3) Vid. ARMISTEAD, Louise, “Saved by the Growing Power of Hedge Funds. The Rebels who Sank Deutsche Börse’s Bid for the London Stock Exchange Are on the March”, en *Sunday Times*, del 13 de marzo de 2005.

(4) Vid. KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1091, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

(5) Vid. para estos y otros datos estadísticos *infra*: I, §3.1.1. Por otro lado téngase presente que todas las cifras en dólares se refieren a la moneda de los EE.UU.

(6) Vid. LOWENSTEIN, Roger, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, Nueva York, 2000.

es evidente que esta clase de fondos estuvieron en el origen de importantes (y variados) sucesos en la vida de sociedades de renombre mundial. Entre éstos, y por limitarnos sólo a algunos, cabe recordar las alteraciones en la composición del órgano de administración de *General Motors Co.*, el cambio en la estrategia empresarial de *Time Warner Inc.*, la escisión del patrimonio de la conocida *McDonald's*, o el éxito (o fracaso) de OPAs, fusiones, cesiones de activos y otras operaciones de reorganización en muchas sociedades de renombre (por ejemplo: *Novartis*, *VNU*, *Mylan Laboratories*, *Sears Holdings*, *Wells Financial*, etc.)⁽⁷⁾.

III. El objetivo de las siguientes páginas consiste precisamente en discernir qué son esos fondos de inversión libres (“hedge funds”) y cuál es su papel en el actual derecho de sociedades mercantiles. Para ello, y en *primer* lugar, procuraremos delimitar el concepto y los elementos definidores de esta institución así como apuntar sus principales rasgos como fenómeno económico y jurídico (Capítulo I). En *segundo* término, examinaremos el papel crucial de estos fondos como accionistas de las grandes sociedades anónimas abiertas, indagando los fundamentos de ese protagonismo, apuntando sus principales manifestaciones y, en fin, haciendo un balance final de sus riesgos y ventajas (Capítulo II).

II. LOS FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE

1. Generalidades

A) Concepto

La búsqueda del concepto de *fondo de inversión libre* o “hedge fund” (literalmente: “fondo de cobertura”) es una tarea bastante difícil, tanto por la relativa novedad del fenómeno como por la ausencia de consagración legislativa y la complejidad camaleónica de sus estructuras y estrategias⁽⁸⁾.

Y es por ello que no sorprende que las definiciones propuestas en la literatura especializada, aun siendo numerosas, se limiten a destacar selectivamente algunas de

⁽⁷⁾ Ha de advertirse que este fenómeno no se limita a los EE.UU. y Europa, puesto que, como se recuerda, hoy en día se extiende a empresas de otros muchos países, como son China o Corea del Sur (vid. OROL, Ronald, *Extreme Hedging Value: How Activists Hedge Fund Managers Are Taking on the World*, John & Wiley, Nueva York, 2007).

⁽⁸⁾ Vid. sobre el tema, en los EE.UU., KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093; OESTERLE, Dale, Regulating Hedge Funds, en 1 *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42; o STULZ, René, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, 3, Ohio State University, Dice Center, 2007; y, en Europa, BAUMS, Theodor/CAHN (eds.), Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, De Gruyter, Berlín, 2004; CAPOCCI, Daniel/AMENC, Noël, *Introduction aux Hedge Funds*, Economica, París, 2004; PIA, Patrizia, *Hedge Funds: Fondi di Copertura o Fondi Speculativi?*, Giappichelli, Turín, 2002; ROA DÍAZ-REGAÑÓN, Alfonso/BORRÁS BATLLORI, Miguel/RAMÍREZ MEDINA, Eduardo/MARDOMINGO COZAS, Jesús: *Fondos Hedge Conceptos y Estrategias*, Ed. Pirámide, Madrid, 2004; o SNURER, Oliver, *Hedge Fonds: Ein Leitfaden für die Praxis*, Bank Verlag, Viena, 2003.

las características particulares de este complejo fenómeno de inversión, como ocurre, entre otras, con aquellas que los definen como “*fondos de inversión creados y administrados de forma privada*” (Dale OESTERLE)⁽⁹⁾, “*fondos destinados a maximizar el beneficio para los inversores*” (Troy PAREDES)⁽¹⁰⁾, “*vehículos de inversión con una regulación tenue que tienen flexibilidad para invertir en una amplia gama de activos financieros a través de un amplio espectro de técnicas de gestión*” (Erik GREUPNER)⁽¹¹⁾, o “*patrimonios no regulados con gestión flexible*” (René STULZ)⁽¹²⁾. Aún más, ni siquiera es difícil encontrar autores de ambos lados del Atlántico que han optado por renunciar a encontrar una definición unitaria, como ocurre con el norteamericano William BRATTON, quien afirma que los “*hedge funds*” son “*refractarios a definiciones sintéticas*”⁽¹³⁾, subrayando los alemanes Gerald SPINDLER y Sebastian BEDNARZ que “*hasta hoy no ha sido formulada (sobre dichos fondos) una definición universalmente válida, ni en la doctrina ni en el derecho interno o comparado*”⁽¹⁴⁾. Y en fin, y ya por último, tampoco falta quien considera que el “*término ‘hedge fund’ designa aquellos fondos que se denominan a sí mismos como tales*”⁽¹⁵⁾ o quien afirma, no sin cierta ironía, que “*el secreto para comprender los ‘hedge funds’ empieza por aceptar la irrelevancia del término ‘hedge fund’*”⁽¹⁶⁾.

II. Sin perjuicio de su examen posterior, y como hipótesis de trabajo, aquí aceptaremos que los fondos de inversión libre o “*hedge funds*” son *estructuras organizati-*

(9) Vid. “Regulating Hedge Funds”, 3, en *1 Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42.

(10) Vid. “On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC’s Regulatory Philosophy, Style and Mission”, 982, en *5 University of Illinois Law Review*, 2006, pp. 975-1036.

(11) Vid. “Hedge Funds Are Headed Down-Market: A Call for Increased Regulation?”, 1559, en *40 San Diego Law Review*, 2003, pp. 1555-1596.

(12) Vid. *Hedge Funds: Past, Present and Future*, 5, Ohio State University, Dice Center, 2007.

(13) Vid. Hedge Funds and Corporate Targets, 1382, en *95 Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433.

(14) Vid. *Die Regulierung von Hedge-Funds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, 2, CBCL Research Paper Series, Düsseldorf, 2006. Esa dificultad, si no imposibilidad, a la hora de definir esta clase de fondos es también destacada por muchos otros autores: “*it is not possible to provide a generally applicable definition of the term ‘hedge fund’*” (vid. así, STECK, Kai-Uwe, “Legal Aspects of German Hedge Funds Structures”, 136, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, 133-160, De Gruyter, Berlín, 2004); “*in short, hedge funds is a difficult term to define*” (vid. MAATMAN, Rennee/RAAIJMAKERS, Geert, *Hedge Funds in Company Law: Virus or Vaccine?*, 8, Maastricht University, Working Paper, 2006); “*‘hedge fund’ is no longer a meaningful classification given the diversity of strategies and structures employed by the investment vehicles that fit within the classification*” (vid. KABLER, Laura, “Money in the Game: Executing a Governance-Based Hedge Fund Strategy”, en *12 Journal of Law, Business and Finance*, 2006, pp. 121-165).

(15) “*Because the term ‘hedge fund’ is incapable of definition, the term will be used to refer to funds which call themselves hedge funds*” (vid. así, KOVAS, Ashley, “Should Hedge Fund Products be Marketed to Retail Investors?”, 97, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 91-118, De Gruyter, Berlín, 2004).

(16) Vid. RATTNER, Steve, “Don’t Fence in Hedge Funds”, 104, en *Business Week*, de 16 de enero de 2006.

vas de inversión colectiva legalmente atípicas que, en un marco de libertad regulatoria, recurren a un conjunto muy diverso de estrategias de inversión con el objetivo de obtener el máximo beneficio.

B) Origen histórico

I. Los fondos de inversión libre son una figura cuyo origen histórico se remonta a mediados del siglo XX. Su génesis se atribuye por lo general a Alfred W. Jones. Este norteamericano, doctor en sociología, constituyó en 1949 con cuatro amigos un pequeño fondo de inversión que, con un capital inicial de 60.000 dólares, adquirió una cartera de valores para aplicar una estrategia de inversión innovadora que combinaba cobertura de riesgo, arbitraje y especulación con vistas a maximizar la rentabilidad del capital invertido a través, fundamentalmente, del cruce de posiciones cortas y largas⁽¹⁷⁾.

La idea era aparentemente simple. El primer paso consistía en identificar empresas o activos con precios de mercado distorsionados: pensemos en una sociedad A, cuyas acciones están sobrevaloradas, y una sociedad B, cuyas acciones se encuentran en la situación opuesta, es decir: infravaloradas. El siguiente paso consiste en asumir posiciones cortas en acciones de la empresa A para luego aplicar los eventuales beneficios que de allí se obtuvieran en posiciones largas en acciones de la sociedad B. Por un lado, anticipando un descenso del precio de las acciones de A, el inversor realiza una venta “corta” o en descubierto de esas acciones (“*short selling*”), o sea, toma en préstamo esas acciones de A para venderlas en la esperanza de comprarlas más adelante a un precio más reducido y devolverlas al prestamista con el consiguiente beneficio; por otro lado, imaginando un aumento del precio de las acciones de B, el inversor aplica esos beneficios en compras “largas” o, lo que es lo mismo, en adquirir la titularidad de acciones de B en la expectativa de mantenerlas en cartera hasta que suban de valor, momento en que procederá a su venta. Como resultado de esta estrategia, y tan sólo una década después de su creación, el pequeño fondo de A. Jones obtuvo una rentabilidad anual media de alrededor de un 87% superior a los fondos de inversión tradicionales⁽¹⁸⁾.

II. Desde entonces la evolución de los “hedge funds” ha sido espectacular. Por un lado, es conveniente destacar que, si bien esta clase de fondos han permanecido durante décadas como un fenómeno marginal, casi sin visibilidad externa, el cambio de milenio ha traído una situación bien distinta. Y para ello basta recordar que, mientras en 1990 los “hedge funds” sólo movían unos 50.000 millones de dólares, en el año 2006 esa cantidad alcanzaba la cifra astronómica de 1,5 billones de dólares⁽¹⁹⁾. Por

(17) Vid. sobre este origen histórico, STULZ, René, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, 3, Ohio State University, Dice Center, 2007; y, acerca del personaje, LANDAU, Peter, “Alfred Winslow Jones: The Long and the Short of the Founding Father”, en 2 *Institutional Investor*, 1968, pp. 7-11.

(18) Vid. con más detalles, AA.VV., “Jones Model Fund”, en 2 *Hedge Fund Review*, 1995, pp. 1-2.

(19) OESTERLE, Dale, “Regulating Hedge Funds”, 1, en 1 *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42.

otro, ha de remarcarse que esos fondos también evolucionaron en dirección a una mayor complejidad de sus estructuras, estrategias e instrumentos en los que invertían. En efecto, mientras que el fondo de A. Jones empleaba una simple estrategia de “*long/short*”, los actuales “*hedge funds*” son vehículos de inversión que recurren a una amplia diversidad de estrategias de inversión (por ejemplo: “*event driven*”, “*arbitrage*”, “*macro*”, etc.) sobre instrumentos muy variados, con especial uso de los derivados negociados fuera de mercado (por ejemplo: opciones “*over the counter*”, “*forwards*”, “*swaps*”, “*collars*”, etc.)⁽²⁰⁾.

C) Terminología

I. Pese a que la expresión “*hedge fund*” es la internacionalmente aceptada para referirse a esta figura⁽²¹⁾, ha de advertirse que esa denominación no es del todo adecuada, ya que no refleja correctamente la esencia de la figura. En efecto, y contrariamente a su sentido literal, ni los “*hedge funds*” adoptan siempre la forma de fondos (“*funds*”) ni, por otro lado, persiguen en todo caso la “cobertura de riesgos” (“*hedging*”). Así es, y, como veremos con detalle más adelante, dichos vehículos de inversión no necesariamente han de revestir la forma de un *patrimonio autónomo* (que, como es sabido, constituye la característica propia de los fondos de inversión) ya que en varios países pueden adoptar otras vestiduras jurídicas (por ejemplo: sociedades de inversión, sociedades en comandita, “*trust*”, etc.)⁽²²⁾. Por otro lado, y más importante, también es evidente que hoy en día esos particulares inversores no sólo persiguen estrategias de cobertura de riesgos sino que, al menos en una buena parte de los casos, puede sostenerse sin temor a errar que desbordan ese objetivo al emplear estrategias destinadas a obtener el máximo beneficio por la inversión realizada⁽²³⁾.

II. A pesar de estos reparos aquí seguiremos utilizando esa tradicional expresión además de la de *fondo de inversión libre*, que es la que más se aproxima a la

(20) *Vid. infra*: I, §2, 2.

(21) Guste o no, nunca está de más recordar que la lengua inglesa se ha convertido en la actualidad en una lengua universal en amplios sectores del Derecho Mercantil moderno, algo que, por otro lado, no constituye más que el reflejo de la vocación cosmopolita milenaria de este sector jurídico. Innumerables expresiones de la terminología jurismercantil anglosajona (tales como “*leasing*”, “*factoring*”, “*know-how*”, “*due diligence*”, “*project finance*” y un inmenso etcétera) han entrado definitivamente en el vocabulario jurídico del Viejo Continente. *Vid.* sobre la vocación universal del Derecho Mercantil, ANTUNES, J. Engrácia, *Direito Comercial* (en curso de publicación).

(22) *Vid. infra*: I, §2.1.

(23) Como es sabido, el “*hedging*” consiste en una estrategia de inversión que tiene por objeto específico reducir o eliminar el riesgo de otra inversión, operación o activo (*vid.* sobre esta función, ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, en curso de publicación; CUSATIS, Patrick/THOMAS, Martin, *Hedging Instruments and Risk Management*, McGraw-Hill, Nueva York, 2005). Ahora, como recordaba un autor, “*the term ‘hedge fund’ is, to some extent, a misnomer: not all funds are ‘hedged’*” (INEICHEN, Alexander, “On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry”, 22, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 3-29, De Gruyter, Berlín, 2004). *Vid.* también, en sentido similar, PIA, Patrizia, *Hedge Funds: Fondi di Copertura o Fondi Speculativi?*, Giappichelli, Turín, 2002.

empleada en el ordenamiento español (*instituciones de inversión libre*)⁽²⁴⁾, sin desconocer que la progresiva y reciente recepción de esa figura en los ordenamientos de los países europeos ha dado origen a otras designaciones autóctonas, como es el caso de los “*fondi speculativi*” en Italia⁽²⁵⁾, de los “*organismes de placement collective à règles d’investissement allégées*” en Francia⁽²⁶⁾, o de los “*Sondervermögen mit zusätzliche Risiken*” en Alemania⁽²⁷⁾.

2. Características

I. Los fondos de inversión libre o “hedge funds” se caracterizan por tres rasgos esenciales. En cuanto a su *naturaleza*, son entidades jurídico-organizativas de inversión colectiva (1. *Estructuras organizativas*); en cuanto a su *función*, se distinguen por emplear un conjunto muy diversificado de estrategias, activos e instrumentos de inversión, que gravitan sobre el objetivo central de obtención del máximo beneficio (2. *Objetivo y estrategias de inversión*) y, en cuanto a su *disciplina*, tradicionalmente se indica que gozan de una gran libertad normativa (3. *Marco normativo*).

A) Estructuras organizativas

I. La primera característica de estos fondos reside en constituir *estructuras jurídico-organizativas de inversión colectiva*. A semejanza de un fondo de inversión mobiliaria (FIM) o, más en general, de una institución de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)⁽²⁸⁾⁽²⁹⁾, los “hedge funds” también constituyen estructuras orga-

(24) Vid. TAPIA HERMIDA, Alberto, “El Desarrollo Reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (Los Denominados *Hedge Funds*)”, en XXV *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 102, 2006, pp. 290-294.

(25) Vid. CINQUE, A./VENTURI, M./ZUCHELLI, L., “Nuovi Prodotti: Fondi Speculativi, Fondi di Private Equity e Exchanged Traded Funds”, en AA.VV., *L’Innovazione Finanziaria*, pp. 501-536, Giuffrè, Milán, 2003.

(26) Vid. ROCCHI, Jean-Michel/CHRISTIANS, Arnaud, *Hedge Funds: Histoire de la Gestion Alternative et ses Techniques*, Sefi, París, 2006.

(27) Vid. SPINDLER, Gerald/BEDNARZ, Sebastian, *Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt und Gesellschaftsrecht*, 8, CBCL Research Paper Series, Düsseldorf, 2006.

(28) En Portugal, los “Fondos de Inversión Mobiliario” (FIM) constituyen una modalidad de los llamados “Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios” (OICVM) (art. 4.1 del RJOIC). A diferencia de lo que ocurre en otros países, los OICVM sólo pueden adoptar la forma de *fondos de inversión* (art. 4.2 del RJOIC) ya que aún no han sido reguladas las sociedades de inversión mobiliarias (art. 4.3 del RJOIC). Vid. sobre los fondos de inversión mobiliaria, TOMÉ, M. Vaz, *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, Almedina, Coimbra, 1997; VEIGA, A. Brandão, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário*, espec. pp. 409 y ss., Almedina, Coimbra, 1999. Vid. para figuras similares, aunque no idénticas, en el derecho comparado, TAPIA HERMIDA, Alberto, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titularización*, Dykinson, Madrid, 1998; GALLAIS-HAMMONO, Georges, *SI-CAV et Fonds de Placement. Les OPCVM en France*, 2.ª ed., PUF, París, 2007; FÖRSTER, Wolfgang/HERTRAMPF, Urte, *Das Recht der Investmentfonds*, 3. Aufl., Luchterhand, 2001; RUOZI, Roberto, *Manuale dei Fondi Comuni di Investimento*, Giuffrè, Milán, 1987; o SPANGLER, Timothy, *The Law of Private Investment Funds*, Oxford University Press, Londres, 2007.

(29) Vid. sobre el “Régimen Jurídico de los Organismos de Inversión Colectiva” (de ahora en adelante, abreviado como RJOIC) aprobado por el Decreto-Lei núm. 252/2003, de 17 de octubre, ade-

nizativas a través de las que un conjunto de personas físicas o jurídicas aportan conjuntamente sus capitales con ánimo de aplicarlos en activos financieros, incluidos valores mobiliarios (por ejemplo: acciones, obligaciones, *warrants*, etc.), derivados financieros (por ejemplo: futuros, opciones, etc.) o instrumentos del mercado monetario (por ejemplo: pagarés a corto plazo, obligaciones de caja, etc.). Con todo, las semejanzas de los “hedge funds” con las instituciones de inversión colectiva comunes acaban aquí.

II. Para empezar, ya que los “hedge funds” son estructuras o vehículos organizativos de inversión colectiva de *naturaleza atípica*. En efecto, tradicionalmente la mayor parte de sistemas jurídicos no contaban con una disciplina normativa específica para estos fondos y Portugal no constituye una excepción⁽³⁰⁾. Con todo, debemos añadir de inmediato dos ideas complementarias.

En *primer* lugar ha de advertirse que los “hedge funds” son vehículos de inversión perfectamente *lícitos*⁽³¹⁾ a pesar de dicho vacío normativo. A lo que, inmediatamente, ha de añadirse que la creación y funcionamiento de dichas estructuras alternativas de inversión colectiva deberán respetar los mandatos imperativos del Derecho Mercantil vigente, sin poder tener por finalidad o efecto la elusión de las normas obligatorias establecidas por las leyes societarias o del mercado de valores.

Y en *segundo* término también ha de repararse en que dicha atipicidad legal está siendo abandonada, ya que en los últimos años puede comprobarse el establecimiento de una *disciplina propia*, aunque embrionaria, para estos fondos. Así es, como tendremos ocasión de examinar más adelante con detalle, diversos países europeos se han dotado de una normativa específica para regular esta clase de fondos como, por ejemplo, ocurre en España (*vid.* arts. 43 y 44 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003)⁽³²⁾.

III. Pero aún más, y como resultado de aquella atipicidad, también puede afirmarse que los “hedge funds” exhiben un conjunto de características estructurales singulares que los distinguen de las instituciones y fondos de inversión comunes.

En *primer* lugar ha de señalarse que son vehículos de inversión de carácter *privado*, es decir: que no captan recursos del público en general. Con esto se quiere subrayar

más del Reglamento de la CMVM núm. 15/2003 de 18 de diciembre, GONÇALVES, Renato/REIS, Célia, “Notas Sobre o Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo”, en 17 *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2003, pp. 37-48.

(30) En el plano del derecho proyectado, merece destacarse la cita realizada a esta clase de fondos en el Anteproyecto de Alteración del Régimen Jurídico de los Organismos de Inversión Colectivo (OICVM). Este Anteproyecto, que transpone la Directiva 2007/016/CE, de 19 de marzo (comúnmente conocida como *Directiva de Activos Elegibles* al determinar qué activos pueden integrar la cartera de las OICVM), permitirá la inversión en índices financieros sobre activos no directamente elegibles, particularmente “hedge funds”.

(31) Así también en Portugal, donde el artículo 1.11.º del RJOIC establece que “*lo aquí dispuesto no debe ser entendido como una prohibición de crear, mediante contratación individual, estructuras de inversión colectiva de composición y funcionamiento semejante a los de las OIC siempre que no exista captación pública de fondos*”.

(32) Sobre la situación legislativa comparada, *vid. infra*: I, §3.2.

que, al contrario de los fondos de inversión comunes —que son, por definición, vehículos de inversión abiertos a la suscripción pública por un número indeterminado de destinatarios (por ejemplo: art. 1.2 del RJOIC)—, los “hedge funds” son estructuras de inversión colectiva que resultan de la suscripción privada o particular de *un número limitado de inversores cualificados o de profesionales*⁽³³⁾. Por un lado, ya que ese número limitado evita que pueda considerarse que ha existido captación pública de fondos que, por definición, se entiende producida cuando los destinatarios de la oferta de suscripción superan cierta cifra mínima (por ejemplo: más de 100 partícipes en el Derecho portugués)⁽³⁴⁾. Y, por otro, también ha de señalarse que los inversores partícipes de un “hedge fund” son generalmente inversores institucionales (por ejemplo: bancos y otras entidades de crédito, sociedades financieras, otros intermediarios financieros, grandes empresas comerciales e industriales, etc.), inversores individuales con patrimonios elevados (es el caso de los “*high net worth individuals*” de los EE.UU.)⁽³⁵⁾ o, en fin, titulares de instrumentos financieros con un valor individual de suscripción superior a cierta cantidad (por ejemplo: 50.000 euros en España, 500.000 en Italia, etc.)⁽³⁶⁾.

(33) Esta característica constituye, por así decirlo, el reverso de la medalla de su libertad regulatoria (*vid.* sobre este otro rasgo fundamental, *infra*: I, §2.3). El caso norteamericano es ilustrativo: la “*Securities Act*” de 1933, que disciplina los fondos de inversión con suscripción pública o “*mutual funds*” (registro, transparencia, funcionamiento), prevé en su norma 506-D una excepción relativa a los fondos con oferta privada (“*private offering*”), que sólo pueden destinarse a los “*accredited investors*”, “*institutional investors*”, “*insiders*” y “*individuals with a net worth of over \$1 million*” (*vid.* OESTERLE, Dale, “Regulating Hedge Funds”, 3, en *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42). La prohibición de suscripción pública es también un rasgo definidor de los “hedge funds” en otros ordenamientos que cuentan con normativa específica (*vid.* así en Italia, por ejemplo art. 16.4 del “*Regolamento*” aprobado por el Decreto Ministeriale núm. 228, de 24 de mayo de 1999, y, en doctrina, ANNUNZIATA, Filippo, “Gestione Collettiva del Risparmio e Nuove Tipologie di Fondi Comuni di Investimento”, 371, en *45 Rivista delle Società*, 2000, pp. 350-394).

(34) Esta limitación del número de inversores también se recoge en los ordenamientos donde se regula esta figura. Así sucede en Italia, donde los “hedge funds” están sujetos a un número máximo de 200 partícipes (art. 16.2 del citado “*Regolamento*” italiano). *Vid.* ANNUNZIATA, Filippo, “Gestione Collettiva del Risparmio e Nuove Tipologie di Fondi Comuni di Investimento”, 371, en *45 Rivista delle Società*, 2000, pp. 350-394.

(35) Un “*high net worth individual*” (o “HNWI”) se define en los EE.UU. como toda persona física titular de una inversión en activos financieros superior a 1 millón de dólares o con un rendimiento anual en los últimos años superior a 200.000 dólares [17 CFR § 230.501(a), 2005]. *Vid.* sobre la necesidad de protección de esta categoría de inversores, PARRY, Helen, *Hedge Funds, Hot Market and the High Net Worth Investor: A Case for Greater Protection*, Working Paper, Londres Guildhall University, 2001.

(36) *Vid.* art. 16.3 del citado “*Regolamento*” italiano, o el art. 43.a del RD 1309/2005 español. Con todo, también es necesario indicar que, en nuestros días, cada vez es más frecuente que los pequeños inversores individuales puedan *acceder indirectamente* a dichos fondos (lo que algún autor ha denominado la “*retailization of hedge funds*”) (*vid.* SCHMIES, Christian/PÜTZ, Achim, “Hedge Funds as Regulated Investment Products: German and European Developments”, 19, en *11 The Investment Lawyer*, 2004, núm. 3, pp. 19-25). Dos son los caminos. *Por un lado* a través de contratos de gestión de

Y, en *segundo* término, también es preciso destacar que estos fondos son estructuras jurídico-organizativas *diversificadas y fluidas*. Por un lado, es bien sabido que los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios sólo pueden asumir la forma de patrimonio autónomo (fondo de inversión mobiliario) o de sociedad comercial de tipo especial (sociedad de inversión mobiliaria). Sin embargo, esta limitación no rige para los “hedge funds”, que, frecuentemente, asumen otras formas organizativas tales como sociedades comanditarias (“*limited partnerships*”) o “*trusts*”⁽³⁷⁾. Por otro lado, y debido a la citada flexibilidad de sus estrategias y la amplia libertad de actuación, las estructuras jurídico-organizativas de los “hedge funds” son tan fluidas que, ocasionalmente, pueden llegar a aproximarse a determinadas modalidades especiales de OICVM legalmente tipificadas (por ejemplo: fondos de capital de riesgo o “*private equity funds*”) ⁽³⁸⁾.

B) Objetivo y estrategias de inversión

I. Otra característica fundamental de los fondos de inversión libres reside en el hecho de que estos vehículos de inversión *emplean un conjunto muy diversificado de estrategias, activos e instrumentos de inversión en la consecución de su objetivo de consecución de la máxima rentabilidad*.

II. En efecto, si nos fijamos en su fin último, es claro que los “hedge funds” se caracterizan por pretender el *rendimiento máximo* (“*absolute return*”) de la inversión realizada o, como Alexander INEICHEN indica, la principal característica de estos

cartera que, usualmente celebrados entre los intermediarios autorizados y los inversores no especializados, permiten a los ahorradores medios invertir en “hedge funds”, dada la gran amplitud con que la ley reguló el objeto de estos patrimonios financieros administrados por terceros (*vid.* MASCARENHAS, M. Vaz, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres”, en 13 *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2002, pp. 109-128). Y por otro lado, gracias a que ciertos productos financieros ofrecidos en el mercado no especializado permiten a los pequeños ahorradores acceder a un espacio tradicionalmente reservado a los inversores institucionales (*vid.* sobre esta cuestión, en general, KOVAS, Ashley, “Should Hedge Fund Products be Marketed to Retail Investors?”, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 91-118, De Gruyter, Berlín, 2004).

⁽³⁷⁾ Como es previsible, y por lo normal, bajo esta elección se descubren razones de orden fiscal. Ejemplificando: la mayor parte de los “hedge funds” de los EE.UU. se organizan bajo la forma de una sociedad en comandita simple (“*limited partnership*”) o de responsabilidad limitada (“*limited liability company*”), dado que gozan de un estatuto de transparencia fiscal (*vid.* GEVURTZ, Franklin, *Corporation Law*, 5, West Group, St. Paul, 2000) que atribuye directamente las ganancias y pérdidas a los inversores sin que el fondo sufra ninguna carga fiscal (*vid.* KENNARD, Alan, *The Hedge Fund versus the Mutual Fund* 136, en 57 *The Tax Lawyer*, 2003, pp. 133-147). También debe repararse en que es muy común la segregación del fondo en uno “*offshore*” para inversores extranjeros y otro “*onshore*” para inversores nacionales, quienes, por su parte, serán los titulares de las cuotas o unidades de participación en el fondo general denominado “*master feeder fund*” (*vid.* sobre la problemática de los fondos “*offshore*”, FRASER, Alison, “The SEC’s Ineffective Move Toward Greater Regulation of Offshore Hedge Funds”, espec. pp. 801 y ss., en 92 *Cornell Law Review*, 2007, pp. 795-832).

⁽³⁸⁾ *Vid.* BEVILACQUA, Jonathan, “Convergence and Divergence: Blurring the Lines Between Hedge Funds and Private Equity Funds”, espec. pp. 112 y ss., en 54 *Buffalo Law Review*, 2006, pp. 101-127.

fondos en el contexto de la inversión colectiva moderna es la persecución del más alto beneficio posible, independientemente de las circunstancias de mercado⁽³⁹⁾.

En términos generales puede afirmarse que el fondo de inversión clásico persigue un *objetivo de rentabilidad relativa*, en el sentido de que su *performance* o rendimiento se compara con un determinado “*benchmark*”. Y por ello es sencillo comprobar cómo las políticas de inversión de estos fondos usualmente expresan que las entidades gestoras se proponen alcanzar niveles de rentabilidad superiores a índices predeterminados (por ejemplo: índices bursátiles, de tipos de interés, de productos, u otros “*peer-group benchmarks*”), sujetándose así, por lo tanto, a las oscilaciones (pérdidas y ganancias) del propio segmento o índice considerado.

Por el contrario, puede decirse que en el código genético de un “*hedge fund*” siempre se encuentra el ánimo de sus gestores de alcanzar un resultado positivo máximo para sus partícipes cualquiera que sea la coyuntura económica vigente (positiva o negativa) o la dirección que en ese momento tenga el mercado de valores (“*bull*” o “*bear*”). Con otras palabras, la regla de gestión de estos fondos es el “*cash benchmark*” y no el “*market benchmark*”⁽⁴⁰⁾. Razón esta que, en fin, también explica la frecuencia con que los “*hedge funds*” funcionan en contraciclo al propio mercado, no siendo casualidad que algunos de los mejores resultados de estos fondos hayan sido obtenidos en momentos de caída acentuada o, más aún, de colapso de los mercados financieros internacionales⁽⁴¹⁾.

III. Este contraste de los “*hedge funds*” con los fondos clásicos en lo referente a su “fin último” se encuentra íntimamente asociado a otra diferencia que, en este caso, se despliega en el nivel de los “medios”. Nos referimos a la enorme diversidad y flexibilidad de las estrategias, instrumentos y técnicas de inversión utilizadas por los “*hedge funds*”.

⁽³⁹⁾ Vid. del autor citado en el texto: “Absolute return managers want to make profits not only when the wind is at their backs but also when it changes and becomes a headwind” (*Absolute Returns. Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, 23, J. Wiley & Sons, Nueva York, 2003). Existe unanimidad en la literatura jurídica y económica sobre la gran relevancia de ese rasgo: “the tie that binds the hedge funds together, despite the variety of investment styles, is their promise to deliver above-market returns” (vid. BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, 1383, en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433); o “Hedge-Fonds verbindet die Zielsetzung, unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung möglichst hohe Renditen zu erwirtschaften (absolute-return)” (vid. SPINDLER, Gerald/BEDNARZ, Sebastian, *Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt und Gesellschaftsrecht*, 2, CBCL Research Paper Series, Düsseldorf, 2006).

⁽⁴⁰⁾ Vid. así, MAATMAN, Rennee/RAAIJMAKERS, Geert, *Hedge Funds in Company Law: Virus or Vaccine?*, 7, Maastricht University, Working Paper, 2006.

⁽⁴¹⁾ Vid. CHANDLER, Beverly, *Investing with the Hedge Funds Giants. Profit Whether Markets Rise or Fall*, Financial Times Pitman Pub., Londres, 1998. Con todo, debe advertirse que para algunos autores dicha expectativa de rendimiento absoluto es, en ocasiones, un rasgo que se magnifica. Vid. así INEICHEN, Alexander: “si para unos los hedge funds son una burbuja presta a reventar, para otros el objetivo de rendimiento absoluto constituye un nuevo paradigma en la gestión de activos. Probablemente la verdad estará en algún lugar a medio camino” (“On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry”, 3, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 3-29, De Gruyter, Berlín, 2004).

Como es bien sabido, la gestión de los fondos de inversión mobiliaria se encuentra sujeta a múltiples obligaciones legales: así, la actividad de la entidad gestora deberá realizarse de acuerdo con una estrategia de inversión predeterminada, sobre un limitado conjunto de instrumentos o activos financieros líquidos y, en fin, con exclusión de ciertas técnicas de inversión (por ejemplo: las llamadas ventas cortas o “*short selling*”).

Por el contrario, la ausencia de un cuadro regulatorio similar para los “*hedge funds*” explica que sus gestores, en uso de su libertad de actuación, hayan desarrollado una enorme profusión de complejas *estrategias de inversión* (por ejemplo: “*long-short equity*”, “*event driven*”, “*arbitrage*”, “*macro strategy*”, etc.) que, cada vez en más ocasiones, son empleadas de forma simultánea (“*multi-strategy hedge funds*”) ⁽⁴²⁾. O también que esos gestores administren hoy en día una amplísima variedad de *instrumentos financieros* tales como valores mobiliarios tradicionales (por ejemplo: acciones, obligaciones, participaciones en fondos), pero también productos derivados negociados fuera del mercado con un grado de liquidez mucho más discutible (por ejemplo: opciones “*over the counter*”, permutas financieras, contratos financieros por diferencias, “*caps*”, “*floors*”, etc.). O, por acabar, que dichos “*hedge funds*” empleen una multiplicidad de *técnicas de gestión financiera*, donde tiene una relevancia particular el apalancamiento financiero (“*leverage*”) y las ventas cortas o a descubierto (“*short selling*”). El primero consiste en un mecanismo de endeudamiento que se emplea con el objeto de aumentar el capital disponible del fondo para invertir en instrumentos financieros, siempre que las expectativas de beneficio derivadas de las cantidades prestadas sean superiores a la tasa de interés del endeudamiento ⁽⁴³⁾. Las últimas consisten en solicitar en préstamo acciones u otros valores sobrevalorados para venderlos inmediatamente, esperar a que el mercado corrija su cotización y descienda su precio y, entonces, proceder a recomprarlas a ese precio más bajo para devolverlas al prestamista y obtener el consiguiente diferencial positivo una vez computados los gastos de las transacciones y los intereses del préstamo ⁽⁴⁴⁾.

(42) Vid. sobre estas estrategias de inversión, *infra*: I, §3.1.2.

(43) Como es evidente, el recurso al “*leverage*” tiene un impacto significativo en los resultados de la inversión, dotando al “*hedge fund*” de su típica fisonomía de vehículo de inversión colectiva de alto riesgo, susceptible de generar mayores beneficios, pero también de ser fuente de mayores pérdidas. Vid. para un buen ejemplo, el ya citado caso del colapso de “*LTCM*”, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Report of the US President’s Working Group on Financial Markets, Nueva York, 1999. Vid. también sobre la importancia del “*leverage*” en la gestión de los “*hedge funds*”, KAISER, Dieter, *Hedge-Fonds*, pp. 30 y ss., Gabler, Wiesbaden, 2004; o SEC, *Implications on the Growth of Hedge Funds*, pp. 37 y ss., Washington, 2003.

(44) Vid. sobre esta figura, STALEY, Kathryn, *The Art of Short Selling*, J. Wiley & Sons, 1997. Finalmente, ha de advertirse que un resultado similar puede conseguirse mediante el uso de *derivados*. Por ejemplo, comprando una opción de compra sobre ciertas acciones y asumiendo una posición vendedora en futuro sobre las mismas acciones o un “*swap*” sobre estas acciones. Vid. FABOZZI, Frank, “Shorting Using Futures or Options”, en AA.VV., *Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards*, pp. 17-36, Wiley, John & Sons, Nueva York, 2004.

C) Marco regulador

I. Finalmente, también es característica típica de los fondos de inversión libre el hecho de que su actividad se desenvuelve en un *marco regulador de libre actuación*. Se trata de una característica que, por así decir, forma parte del ADN de este tipo de fondos. Como subraya Franklin EDWARDS, “*los ‘hedge funds’ existen porque vinieron a llenar una laguna creada por muchas leyes y regulaciones que restringen las actividades de otros vehículos de inversión*”⁽⁴⁵⁾.

II. Como es sobradamente conocido, las instituciones de inversión colectiva tradicionales están sujetas a un marco normativo y de supervisión muy bien definido. Una vez más, y refiriéndonos al ejemplo del Derecho portugués, es fácil advertir que los fondos de inversión comunes se encuentran sometidos a *reglas de transparencia muy severas* que incluyen obligaciones especiales de información y divulgación de sus documentos constitutivos, en particular sobre el prospecto y el plan de gestión (arts. 61 a 66 del RJOIC), sus cuentas anuales (arts. 67 a 69 del RJOIC) o la composición de su cartera, riesgos y rentabilidades (arts. 71 y 72 del RJOIC); a *exigencias específicas en materia de diversificación de los riesgos asumidos* derivadas de la obligación esencial de diversificar el riesgo de sus inversiones (art. 1.2 del RJOIC); a *disposiciones de variada índole que afectan a la composición de sus carteras* que, por ley, deben integrarse por activos mayoritariamente líquidos de los que constan en un catálogo legal (arts. 44 y 45 del RJOIC) y donde, además, existen límites máximos de inversión en cada categoría de activos (arts. 49 a 55 del RJOIC); a *deberes de índole particular* como es, por ejemplo, la obligación que soportan los fondos abiertos de reembolsar las participaciones de sus inversores [arts. 10.2.b), 58, 65.1.i) del RJOIC]; o, en fin, a una *estricta supervisión administrativa* por las autoridades del mercado de valores y de la banca (arts. 82 y 83 del RJOIC).

III. Nada semejante ocurre con los “hedge funds”, caracterizados por una *mayor opacidad informativa* dado que, y con la salvedad de algunas reglas singulares de que se hablará más adelante, en la mayoría de los países sólo están sujetos a las obligaciones de transparencia aplicables a la generalidad de los inversores en sociedades abiertas (especialmente: las relativas a la identificación de los titulares de participaciones significativas)⁽⁴⁶⁾; por la *concentración de riesgos* de sus inversiones, que se materializan en un círculo muy reducido de entidades emisoras o de activos, no siendo infrecuente encontrar “hedge funds” que se especializan en un particular emisor,

(45) Vid. “The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection”, 35, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, 31-51, De Gruyter, Berlín, 2004.

(46) Vid. *infra*: I, §2, 2. Por esa razón hay quien califica a estos “hedge funds” como “*verdaderas cajas negras*” (“black-boxes”) *para los inversores externos*” (vid. así, AGGARWAL, Vikas/NAIK, Narayan, “Generalized Style Analysis for Hedge Funds”, 94, en *I Journal of Asset Management*, 2000, pp. 93-108]. Vid. también llamando la atención sobre la opacidad de los “hedge funds”, el mismo Presidente de la Reserva Federal de los EE.UU., Ben BERNANKE [en *Hedge Funds and Systemic Risks*, Financial Markets Conference, Atlanta, 2006 (www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20060516a.htm)].

como ocurre, por ejemplo, en los fondos con estrategias “*event driven*”⁽⁴⁷⁾; por la *heterogeneidad en la composición de sus carteras de activos* ya que los “*hedge funds*” pueden invertir en cualquier tipo de activos financieros, incluso ilíquidos, sin encontrarse tampoco sujetos a límites máximos⁽⁴⁸⁾, o, en fin, por una mayor *libertad de actuación frente a las autoridades de supervisión*, lo que ha llevado a que algunos consideren que dichos fondos actúan en el llamado “lado oscuro” del mercado de valores (“*grey capital market*”)⁽⁴⁹⁾.

3. Los fondos de inversión libre entre la Economía y el Derecho

A) Los fondos como fenómeno económico

a) *Importancia actual*

I. Hoy en día, los fondos de inversión libre son uno de los vehículos de inversión colectiva más importantes⁽⁵⁰⁾. Los datos estadísticos hablan por sí mismos. En sólo una década, el número de “*hedge funds*” se triplicó —pasando de unos 3.000 fondos en 1996 a cerca de 9.950 al inicio de 2007— mientras que el volumen de activos gestionados se multiplicó por más del doble, pasando de unos 130.000 millones de dólares en 1997 a 1,5 billones en 2006⁽⁵¹⁾. Por otro lado, también hay que tener en cuenta que estos fondos son actualmente responsables de entre un 40% y un 50% de

(47) Vid. sobre este particular tipo de estrategia inversora, *infra*: I, §3.1.2.

(48) Dado que no están subordinados al régimen legal de los fondos clásicos, es frecuente que los “*hedge funds*” pacten con sus inversores diversas limitaciones al derecho de reembolso, esencialmente a través del reconocimiento de plazos de carencia para su ejercicio (por ejemplo: imposibilidad del reembolso en los seis meses, o un año, después de la suscripción, etc.), alargamiento de los plazos en los que debe facilitarse cierta información, fechas predeterminadas para el ejercicio del reembolso y reembolsos en especie o, por acabar, hasta cláusulas que confieren a la entidad gestora el derecho a rechazar el rescate solicitado cuando éste pueda perjudicar la estabilidad del fondo. Limitaciones estas que, por otra parte, son el fundamento que les permite invertir en activos ilíquidos y, concretamente, adoptar posiciones largas y sustanciales en grandes sociedades. Vid. así, KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, pp. 1063 y ss., en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093; y OESTERLE, Dale, “Regulating Hedge Funds”, 39, en 1 *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42.

(49) Vid. SCHMIES, Christian/PÜTZ, Achim, “Hedge Funds as Regulated Investment Products: German and European Developments”, 19, en 11, *The Investment Lawyer*, 2004, núm. 3, pp. 19-25.

(50) Importancia que los ha hecho merecedores hasta de estudios sociológicos. Vid. por ejemplo: HARDIE, Ian/MACKENZIE, Donald, “Assembling an Economic Actor: the ‘Agencement’” of a *Hedge Fund*, en 55 *The Sociological Review*, 2007, pp. 57-80.

(51) Vid. *Information on Number of Hedge Funds and Assets (1950-2007)*, publicado por “Henesse Group LLC. Hedge Fund Advisory”, 2007. Con todo, ha de advertirse que las cifras varían ligeramente según la fuente empleada. En efecto, aunque el valor de 1,5 billones de dólares es el más citado (OSTERLE, Dale, “Regulating Hedge Funds”, 1, en 1 *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42), hay autores que recogen cifras superiores (1,7 billones de dólares: así NELSON, Carl, “Hedge Fund Regulation: A Proposal to Maintain Hedge Funds’ Effectiveness without SEC Regulation”, 221, en 2 *Journal of Corporate Finance and Commercial Law*, 2007, pp. 221-241) o inferiores (1,2 billones de dólares: así THOMSON, Robert, *The Limits of Hedge Funds Activism*, 29, Law & Economics Workshop, Berkeley, 2006).

las transacciones efectuadas en las principales plazas financieras mundiales⁽⁵²⁾. Y la entrada masiva de grandes inversores institucionales en los “hedge funds” parece indicar que esta progresión exponencial se irá acelerando⁽⁵³⁾.

II. Otros datos complementan esta caracterización preliminar de índole económica. La *dimensión individual* de algunos “hedge funds” es significativa: según datos del año 2005, cada uno de los mayores doscientos fondos poseía una cartera de activos con un valor superior a los 1.000 millones de dólares, alcanzando su suma total unos 743.000 millones de dólares⁽⁵⁴⁾.

Entre las mayores entidades gestoras de “hedge funds” a nivel mundial se cuentan hoy en día sociedades como *Amaranth Advisors*, *Atticus Management*, *Barclays Global Investment*, *Centaurus Energy*, *Goldman Sachs Assets Management*, *Mellon Capital Management*, *Renaissance Technologies*, o *Soros Fund Management*⁽⁵⁵⁾. Entre los “hedge funds” con mejor resultado a nivel mundial puede citarse a *RAB Special Situation Fund* (gestionado por la *RAB Capital*, con sede en Londres y una rentabilidad anual del 47%), el *Highland CDO Opportunity Fund* (gestionado por *Highland Capital Management*, con sede en Dallas y una rentabilidad anual del 43%) y el *Atticus European Fund* (gestionado por *Atticus Management*, con sede en Nueva York y una rentabilidad anual de casi un 41%). Y, en fin, entre los gestores de “hedge funds” mejor pagados durante el 2006 se incluye a John Arnold, de “*Centaurus Energy* (estimándose que obtuvo unos 2.000 millones de dólares en comisiones), James Simons, de *Renaissance Technologies* (con una retribución de más de 1.700 millones) y Eddie Lampert, de la *ESL Investments* (con algo más de 1.000 millones)⁽⁵⁶⁾.

(52) Vid. RAMOS, Rita, “Concerns Over Hedge Funds Rise as Market Volatility Rises Globally”, en *Wall Str. Journal*, de 13 de junio de 2006 (*apud* KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 1083, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093). De acuerdo con otra opinión dichos fondos son responsables de la mitad de las transacciones de las Bolsas de Nueva York y Londres (ANDERSON, Jenny, “As Lender, Hedge Funds Draw Insider Scrutiny”, en *The Nueva York Times*, de 16 de octubre de 2006).

(53) Vid. LAURELLI, Peter, “Asset Flow Trends Reveal Stuttering Growth”, en *2008 Hedge Fund Asset Flows & Trends Report*, 10-12, HFN - hedgefund.net, 2008. En este sentido la prensa especializada viene advirtiendo repetidamente que los “hedge funds” son una burbuja que se encamina a su inminente explosión. Vid. en este sentido, los comentarios publicados en *The Economist* (“The Latest Bubble? Hedge-Funds”, de 1 de septiembre de 2001), en el *Financial Times* (“The Hedge Funds Bubble”, de 9 de junio de 2001), o en *Forbes* (“The \$500 Billion Hedge Fund Folly”, de 8 de junio de 2001).

(54) Vid. “America’s Biggest Hedge Funds Control \$743 billion”, publicado en *Absolute Return* el 8 de septiembre de 2005.

(55) Los EE.UU. son el país con el mayor número de “hedge funds” (57%) y de sociedades gestoras (60%), aun comparándolo con toda Europa (respectivamente: 34% y 30%). Vid. Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Estudio sobre la Industria de “Hedge Funds”*, 19, CNMV, Madrid, 2006.

(56) Vid. “Trader Monthey Magazine”, 2006. Adviértase que la media de remuneración anual de cada uno de los 25 gestores individuales mejor pagados superó, en el año 2004, los 250.000 millones de dólares (*vid.* STULZ, René, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, 7, Ohio State University, Dice Center, 2007).

b) *Estrategias de inversión*

I. Uno de los aspectos más destacables de los “hedge funds” en cuanto fenómeno económico es la *enorme diversidad de estrategias de inversión* empleadas para gestionar sus activos⁽⁵⁷⁾.

En efecto, debido tanto al objetivo económico que persiguen (esto es: la obtención del máximo beneficio) como a la amplia libertad regulatoria de que disfrutaban, las entidades gestoras de los “hedge funds” han desarrollado una enorme gama de estrategias de inversión, también denominadas “estilos” o “modelos” de inversión. Con todo, también hay que decir que, en la práctica, la mayoría de ellos no son fondos *multi-estratégicos* sino *mono-estratégicos*, que se limitan a aplicar una sola de dichas estrategias.

II. La estrategia más difundida, conocida como “*long-short equity*”, consiste en un modelo de inversión que combina posiciones largas y cortas en acciones u opciones sobre índices de acciones⁽⁵⁸⁾. Este modelo de inversión puede asumir diversas variantes, como son la “*equity market neutral*”, que se corresponde con la matriz histórica del fondo concebido por A. Jones (es decir: la inversión de montantes idénticos en posiciones largas y cortas para neutralizar así el riesgo de mercado mediante la compra de acciones subvaloradas y vendiendo acciones sobrevaloradas), o la “*short bias*”, donde la gestora opta predominantemente (o incluso, en forma exclusiva) por asumir posiciones cortas⁽⁵⁹⁾.

III. Otra estrategia muy divulgada, y que ha asumido una importancia creciente, es la llamada “*event driven*”, caracterizada por la búsqueda de oportunidades de inversión alrededor de determinados acontecimientos económicos o empresariales (por ejemplo: fusiones, escisiones, ofertas de adquisición, reorganizaciones, concursos empresariales, etc.)⁽⁶⁰⁾.

De igual manera que la anterior, esta técnica puede asumir varias modalidades, entre las que destacan la “*merger arbitrage*”, que combina la compraventa de acciones

⁽⁵⁷⁾ Vid. con más detalles sobre esas estrategias de inversión, AMENC, Noël/MARTELLINI, Lionel/VAISSIÉ, Mathieu, “Benefits and Risks of Alternative Investment Strategies”, en 4 *Journal of Asset Management*, 2003, pp. 96-118; HEDGES, James, *Hedges’ on Hedge Funds*, pp. 8 y ss., John Wiley & Sons, Nueva Jersey, 2005; LHABITANT, François-Serge, *Hedge Funds: Quantitative Insights*, pp. 5 y ss., John Wiley, West Sussex, 2004; o SEC, *Implications on the Growth of Hedge Funds*, 35 y ss., Washington, 2003.

⁽⁵⁸⁾ De acuerdo con un estudio del 2005 elaborado por la “Tremont Capital Management Inc.”, una conocida sociedad gestora que realizó una encuesta sobre una muestra de “hedge funds” representativos de casi 800.000 millones de dólares, dicha estrategia es la más utilizada por los “hedge funds” (31%), seguida de las estrategias “*event-driven*” (20%), “*macro*” (10%) y “*fixed-income arbitrage*” (8%). Vid. así, *Tremont Asset Flows Report (Second Quarter 2005)*, Nueva York, 2005.

⁽⁵⁹⁾ Vid. sobre esta estrategia, NAVONE, Marco, “Diversifying Market Risk Through Market Neutral Strategies”, en AA.VV., *Hedge Funds: Strategies, Risk Assessment, and Returns*, pp. 303-312, Beards Books, 2003.

⁽⁶⁰⁾ Vid. sobre esta estrategia, GOLDMAN, Michel, *Event-Driven Strategies. A Salve for Turbulence*, AIMA Newsletter, 2001.

de sociedades blanco de operaciones de fusión o adquisición y la venta de acciones de las empresas ofertantes o adquirentes; la “*distressed securities*”, que pasa por la compraventa del capital o activos de empresas insolventes o en crisis, en la expectativa de ganancias gracias a una futura recuperación empresarial o revalorización patrimonial, o la denominada estrategia “*regulation D*”, que consiste en acudir a aumentos de capital en empresas de pequeña dimensión o en sociedades con dificultades financieras, a fin de obtener las mejores condiciones de suscripción de ese capital⁽⁶¹⁾.

IV. Otra estrategia empleada por estos “*hedge funds*” se conoce genéricamente como “*arbitrage*” y consiste, tal como el propio nombre indica, en la compra y venta simultánea de activos financieros en dos mercados o espacios de negociación diferentes (por ejemplo: en dos plazas financieras, en el mercado al contado y en mercado a plazos) a fin de aprovecharse de las imperfecciones o discrepancias en los precios en dichos mercados o espacios (por ejemplo: venta de acciones al contado y compraventa de futuros sobre esas mismas acciones).

Entre las principales variantes de esta estrategia, puede mencionarse la “*fixed income arbitrage*”, que se caracteriza por reunir la compra y la venta de activos de renta fija anticipando alteraciones en su comportamiento; la “*convertible arbitrage*”, que combina la compraventa de activos convertibles que pueden ser intercambiados por activos subyacentes a precios predeterminados (por ejemplo: obligaciones convertibles en acciones) con la venta de ese activo subyacente, o, en fin, la “*risk arbitrage*”, que liga la compra y venta de activos cuyos precios se anticipa que vayan a tener comportamientos diferentes a causa de un determinado evento⁽⁶²⁾.

V. Otra estrategia muy común es la llamada “*global strategy*” o “*macro strategy*”, consistente en un modelo basado en la identificación de oportunidades de inversión a escala mundial.

Este modelo combina la búsqueda de situaciones de ineficacia (“*mispricing*”) en cualquier mercado financiero y para cualquier tipo de activo (desde acciones, tipos de interés o tipos de cambio, hasta precios de ciertas mercancías u otros tipos de activos) con la anticipación de escenarios macro-económicos, sociales o políticos que puedan influir en sus mercados y, consecuentemente, en los precios de dichos activos. Un ejemplo clásico de empleo de esta estrategia es el caso de George Soros, que en una noche de 1992 ganó 1.000 millones de dólares por haber anticipado acertadamente que el Banco de Inglaterra no se adheriría al Sistema Monetario Europeo⁽⁶³⁾.

(61) Vid. HEDGES, James, “Distressed Securities Investments”, en AA.VV., *Hedge Funds: Strategies, Risk Assessment, and Returns*, pp. 135-144, Beards Books, 2003. Vid. también, acerca de su relevancia en procesos concursales, FISHER, Eric/BUCK, Andrew, “Hedge Funds and the Changing Face of Corporate Bankruptcy Practice”, en *American Bankruptcy Institute Journal*, 2006, pp. 24-27.

(62) Vid. sobre éstas, FUNG, William/HSIEH, David, “Risk in Fixed-Income Hedge Fund Styles”, en *12 Journal of Fixed Income*, 2002, pp. 6-27.

(63) Vid. VARDY, Nicholas, “The Hedge Fund Strategy that Made George Soros a Billionaire”, en *The Global Guru*, de 13 de marzo de 2008.

VI. Finalmente, aún es posible citar otras estrategias con denominaciones más o menos pintorescas, entre las que destacan la “*emerging markets strategy*”, o inversión en mercados emergentes, mediante compraventas de activos o deuda de los respectivos Estados y empresas; la “*sector strategy*”, consistente en la inversión en segmentos de mercado concretos como es, por ejemplo, el sector tecnológico, financiero, recursos naturales, etc.; la “*market timing strategy*”, basada en anticipar el momento de entrada y de salida de los mercados; la “*F3*” o “*F cube strategy*”, consistente en la realización de compras o posiciones largas sólo en fondos de fondos; o, por acabar, la “*130-30 strategy*”, que es una modalidad de inversión con apalancamiento financiero que combina la inversión del 130% de los activos del fondo en posiciones largas en acciones y del 30% en posiciones cortas.

B) Los fondos como fenómeno jurídico

I. Durante décadas, los fondos de inversión libre se han caracterizado por ser un fenómeno prácticamente desconocido o ignorado por los legisladores de todo el mundo. Como afirmó sintéticamente René STULZ, los “*hedge funds are mostly unregulated*”⁽⁶⁴⁾. Este vacío legislativo se explica, por un lado, debido a que dichos fondos pertenecían a un fenómeno económico relativamente desconocido, que habitaba, como ya se ha dicho, en el “lado oscuro” o invisible del ámbito de la inversión colectiva y, por otro, ya que la naturaleza sofisticada de sus inversores parecía hacer ociosa toda específica tutela jurídica al presuponerse que éstos eran perfectamente capaces de defender sus intereses por sí mismos. Esta situación, sin embargo, se encuentra actualmente en curso de cambio en ambos lados del Atlántico.

a) *Estados Unidos de América*

I. Puede afirmarse que el éxito de los “hedge funds” en los Estados Unidos de América siempre estuvo íntimamente unido a la amplia libertad y flexibilidad del ordenamiento norteamericano en esta materia⁽⁶⁵⁾.

En sus inicios, y durante años, los “hedge funds” actuaron amparándose en las diversas exclusiones previstas en las leyes federales del mercado de valores. Entre ellas, la exclusión de los fondos resultantes de suscripción privada prevista en la “*Securities Act*” de 1933⁽⁶⁶⁾, así como en la dispensa con que contaban los fondos con menos de 100 inversores (inversores institucionales e inversores individuales califica-

⁽⁶⁴⁾ Vid. *Hedge Funds: Past, Present and Future*, 2, Ohio State University, Dice Center, 2007.

⁽⁶⁵⁾ Vid. entre los estudios más recientes sobre el sistema legal de los EE.UU., PAREDES, Troy, “On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC’s Regulatory Philosophy, Style and Mission”, 977, en 5 *University of Illinois Law Review* (2006), 975-1036; o NELSON, Carl, “Hedge Fund Regulation: A Proposal to Maintain Hedge Funds’ Effectiveness without SEC Regulation”, en 2 *Journal of Corporate Finance and Commercial Law* (2007), 221-241.

⁽⁶⁶⁾ *Securities Act of 1933*, 15 USC §77d(2) (2000).

dos) prevista en la “*Investment Company Act*” de 1940⁽⁶⁷⁾. De hecho, y como se ha dicho, a través de estas y otras exclusiones, los “*hedge funds owe a substantial degree of their success to their freedom from federal regulations on their formation, organization and trading practices*”⁽⁶⁸⁾.

II. Las múltiples voces que reclamaron una intervención normativa en este sector, tras el colapso del fondo LTCM en 1998, vino a modificar este estado de cosas⁽⁶⁹⁾. El principal resultado de este cambio de mentalidad condujo a la aprobación por la autoridad de supervisión norteamericana [esto es: la “*Securities Exchange Commission*” (SEC)], al amparo del “*Investment Advisers Act*” de 1940, de una regulación específica que vino a sujetar a registro obligatorio como consultores de inversión a las entidades gestoras de los “*hedge funds*” con patrimonios superiores a 25 millones de dólares y con más de 15 inversores⁽⁷⁰⁾.

Aunque si bien esa disposición aumentó la visibilidad de los “*hedge funds*”, esa nueva exigencia no alteró su amplio margen de libertad de actuación, ya que, en lo esencial, siguen sin estar sujetos a las reglas de información, transparencia, composición de carteras, gestión y otras más que, como regla general, son siempre aplicables a los fondos de inversión tradicionales. Como recientemente se recordaba: “*the crux of the SEC’s new hedge fund rule is not the rule’s substance but the fact that the SEC decided to regulate hedge funds at all*”⁽⁷¹⁾.

(67) *Investment Company Act of 1940*, 15 USC §§ 80a-3 (2000).

(68) *Vid.* OESTERLE, Dale, “Regulating Hedge Funds”, 1, Ohio State University, 2006. *Vid.* en el mismo sentido, Carl NELSON, quien sostiene que “*thus, a hedge fund can escape the Company Act classification of a mutual fund as long as it has fewer than one-hundred beneficial owners, does not offer its securities publicly and accepts only accredited investors*” (“Hedge Fund Regulation: A Proposal to Maintain Hedge Funds’ Effectiveness without SEC Regulation”, 224, en 2 *Journal of Corporate Finance and Commercial Law*, 2007, pp. 221-241).

(69) *Vid.* sobre su impacto, EDWARDS, Franklin, “Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management”, en 13 *The Journal of Economic Perspectives*, 1999, pp. 189-210; y, sobre la cuestión regulatoria, GIBSON, Willa, “Is the Hedge Fund Regulation Necessary?”, en 73 *Temple Law Review*, 2000, pp. 681-714.

(70) *Vid.* Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72.054 (Dec. 10, 2004). *Vid.* sobre esta regla, LIFFMANN, Daniel, “Registration of Hedge Fund Advisers under the Investment Advisers Act”, en 38 *Loyola Law Review*, 2005, pp. 2147-2183.

(71) *Vid.* PAREDES, Troy, “On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC’s Regulatory Philosophy, Style and Mission”, 977, en 5 *University of Illinois Law Review*, 2006, pp. 975-1036. También conviene advertir que esa regla parece condenada a la soledad, tal y como expuso la jurisprudencia en el ámbito de una acción propuesta por el gestor de un fondo [“*Goldstein v. SEC*”, dictada en el 2006 por la US Court of Appeals: cf. 451 F.3d 873 (DC Cir. 2006)]. Decisión que, a inicios de 2007, ya vino a anunciar el propio Presidente del “*Working Group on Financial Markets*”, al manifestar que no habrá nueva regulación en la materia, proponiendo antes la adhesión voluntaria de estos fondos a un conjunto de “*Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital*” (http://www.treasury.gov/press/releases/reports/hp272_principles.pdf).

b) *Europa*

I. La situación en Europa es algo diferente. En primer lugar, y en el plano comunitario, ha de citarse la *Resolución sobre el Futuro de los “Hedge Funds” y los Instrumentos Financieros Derivados*, adoptada por el Parlamento Europeo el 15 de enero de 2004⁽⁷²⁾. En segundo término, y ahora en el plano de los ordenamientos internos, también es preciso advertir que varios países europeos han ido poco a poco introduciendo normas singulares y hasta regímenes legales sobre estos fondos. Sirvan aquí de ejemplo los casos de Italia, Alemania y España⁽⁷³⁾.

II. En Italia, uno de los primeros países europeos donde se estableció una regulación específica de los “hedge funds”, los llamados fondos especulativos (“*fondi speculativi*”) se reconocieron a través del art. 16 del “*Regolamento Concernente la Determinazione dei Criteri Generali cui Devono Essere Uniformati i Fondi Comuni di Investimento*”, aprobado por el *Decreto Ministeriale* núm. 228, de 24 de mayo de 1999⁽⁷⁴⁾.

Los “*fondi speculativi*” italianos se caracterizan por ser fondos cuyo patrimonio puede ser invertido en otros activos distintos a los previstos con carácter general para los fondos de inversión comunes (art. 16.1), que no pueden en ningún caso ser objeto de suscripción pública (art. 16.4), cuyo número de partícipes no puede superar los 200 individuos (art. 16.2), y cuyo montante mínimo de suscripción inicial por cada inversor ha de alcanzar como mínimo la cifra de 500.000 euros (art. 16.3)⁽⁷⁵⁾.

Además de estas exigencias de índole general, también es posible identificar otras de carácter especial relativas a aspectos relacionados con su gestión. Entre las más relevantes destaca la inaplicabilidad de las reglas prudenciales generales en materia de concentración de riesgos (art. 16.5), así como la necesidad de indicar en el reglamento del fondo el objeto de la inversión y las modalidades de participación (art. 16.6). Finalmente, la autoridad de supervisión deberá indicar en qué casos estos fondos sólo pueden ser constituidos y gestionados por sociedades gestoras especializadas que ten-

(72) DOCE, núm. C92 E, de 16 de abril de 2004, p. 407.

(73) Para un estudio comparativo en el ámbito europeo, *vid.* EFAMA (“European Fund and Asset Management Association”), *Hedge Fund Regulation in Europe: a Comparative Survey*, Bruselas, 2005.

(74) Modificado por los “*Decreti Ministeriali*” núm. 180, del 22 de mayo de 2000, y núm. 47, de 31 de enero de 2003. *Vid.* sobre los “hedge funds” en Italia, ANNUNZIATA, Filippo, “Gestione Collettiva del Risparmio e Nuove Tipologie di Fondi Comuni di Investimento”, pp. 370 y ss., en 45 *Rivista delle Società*, 2000, pp. 350-394; MANULI, Alessandra, “Hedge Funds: I Vantaggi di una Forma di Investimento Alternativa”, Jackson Libri, Milán, 1999; o PIA, Patrizia, *Hedge Funds: Fondi di Copertura o Fondi Speculativi?*, Giappichelli, Turín, 2002.

(75) Como destaca Filippo ANNUNZIATA, eso significa que los “hedge funds” italianos no están reservados a categorías especiales de inversores, pudiendo acoger en abstracto a cualquier tipo de inversor (institucional o individual, cualificado o no) cuyo patrimonio invertido supere esa cifra mínima establecida por la ley (*vid.* “Gestione Collettiva del Risparmio e Nuove Tipologie di Fondi Comuni di Investimento”, 371, en 45 *Rivista delle Società*, 2000, 350-394).

gan por objeto exclusivo la gestión de este tipo particular de fondos (art. 16.7 y el “*Provvedimento della Banca d'Italia*” de 20 de septiembre de 1999)⁽⁷⁶⁾.

III. En España, la figura ha sido prevista y regulada bajo la denominación de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IIC libres) en los arts. 43 y 44 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, que aprueba el reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (RD 1309/2005); la *Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril*, por la que se desarrollan las disposiciones de ese Reglamento en cuanto a las instituciones de inversión colectiva de inversión libre y las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre; y, en fin, la *Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 1/2006, de 3 de mayo*⁽⁷⁷⁾⁽⁷⁸⁾.

A diferencia de lo que ocurre en Italia, el legislador español sujeta estas IIC libres al régimen general de las instituciones de inversión colectiva [art. 43.I) del RD 1309/2005] para, a inmediata continuación, reconocerles las particularidades que las singularizan. Entre las más relevantes debemos mencionar las que exigen que estos fondos hayan de constituirse por un número mínimo de 25 inversores [art. 43.c) del RD 1309/2005] o que el montante mínimo de suscripción o adquisición de cada inversor ha de alcanzar, como mínimo, los 50.000 euros [art. 43.a) del RD 1309/2005]; las que aclaran que la comercialización pública de esas IIC libres sólo es lícita cuando se dirija a inversores cualificados [art. 43.b) del RD 1309/2005]; la previsión de que en sus folletos podrán establecerse periodos mínimos de permanencia, límites máximos y plazos aplicables a los reembolsos o, en fin, hasta límites al propio ejercicio del derecho de reembolso [art. 43.f-j) del RD 1309/2005]; la declaración de que a esas IIC de inversión libre no les resultan de aplicación las previsiones generales sobre los límites máximos y las formas de cálculo de las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso de las gestoras [art. 43.h) del RD 1309/2005]; o, por acabar, la afirmación

⁽⁷⁶⁾ Vid. también el “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”, adoptado por el *Provvedimento della Banca d'Italia* de 14 de abril de 2005.

⁽⁷⁷⁾ Vid. sobre esta Circular, ARRANZ PUMAR, G., “Circular de la CNMV sobre Fondos de Instituciones de Inversión Libre”, en 17 *Derecho de los Negocios*, 2006, pp. 77-80.

⁽⁷⁸⁾ Vid. sobre la figura en España, ÁNGEL SECO, Luis, Hedge Funds: Truths and Myths, en: 6 *Revista de Economía Financiera*, 2005, pp. 82-114; BLANCO, Luis, “Los ‘Hedge Funds’ y el Activismo Accionarial”, en: 115 *Economistas*, 2008, pp. 48-55; COLL, Rafael, “Los Fondos de Inversión Libre (‘Hedge Funds’) y su papel en los Mercados Financieros”, en: 165 *Bolsa de Madrid*, 2007, pp. 52-55; Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Estudio sobre la Industria de “Hedge Funds”*, CNMV, Madrid, 2006; ROA DÍAZ-REGAÑÓN, Alfonso/BORRÁS BATLLORI, Miguel/RAMÍREZ MEDINA, Eduardo/MARDOMINGO COZAS, Jesús, *Fondos Hedge: Conceptos y Estrategias*, Pirámide, Madrid, 2004; ROS CEREZO, Rafael Mateu/GUERRA, Íñigo, “Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre”, en AA.VV., *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, 1269-1358, La Ley, Madrid, 2007; TAPIA HERMIDA, Alberto, “Las Nuevas Figuras de las Instituciones de Inversión Colectiva en la Ley de 2003”, en: 26 *Revista Derecho de Sociedades*, 2006, pp. 139-249; o VARELA PARACHE, Manuel/VARELA PARACHE, Félix, “La Actual Crisis Financiera y los Hedge Funds”, en 18 *Revista de Economía Mundial*, 2008, pp. 169-182).

de que esos fondos gozan de libertad en la composición de sus carteras, particularmente en lo relativo a las categorías de instrumentos financieros en que pueden invertir su patrimonio [art. 43.k) del RD 1309/2005].

Además de lo anterior ha de repararse en que el ordenamiento español ha establecido una disciplina expresa para los fondos de “hedge funds”, algo pleonásticamente denominados “IIC de IIC de inversión libre” (art. 44 del RD 1309/2005).

IV. Otro ordenamiento jurídico que recientemente ha prestado atención al fenómeno de los “hedge funds” ha sido Alemania, mediante el llamado “patrimonio autónomo de riesgos adicionales” [“*Sondervermögen mit zusätzliche Risiken*” (“*Hedgefonds*”)], previsto y regulado en los §§ 112 a 120 de la *Investmentgesetz* de 2003⁽⁷⁹⁾.

Durante mucho tiempo, y como ocurría en otros países, la legislación alemana en materia de inversión colectiva (“*Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*”) no contaba con ninguna norma especial sobre los “hedge funds”⁽⁸⁰⁾. Esta situación se alteró substancialmente con la entrada en vigor de la citada “*Investmentgesetz*”, cuya disciplina vino a consagrar dos tipos fundamentales de fondos: los “*single hedgefonds*” y los “*dach hedgefonds*”. Los “*single hedgefonds*”, previstos en el § 112 de la *Investmentgesetz*, consisten en fondos singulares o individuales que, pudiendo invertir en cualquier tipo de activos financieros, recurren a las técnicas de apalancamiento financiero mediante “*Leverage*” (esto es: mediante operaciones de préstamo o derivados) o de “*Leerverkaufe*” (o sea: a través del “*short selling*”) (§ 112.1, 1 y 2)⁽⁸¹⁾.

Por otro lado, y en lo esencial, los “*dach hedgefonds*”, previstos en el § 113 de la “*Investmentgesetz*”, son fondos de fondos similares a las “IIC de inversión libre” españolas, los “*OPCVM de fonds alternatifs*” franceses o los “*retails funds of hedge funds*” irlandeses. El aspecto más destacado de su disciplina se encuentra en que son fondos cuyos recursos pueden captarse públicamente en el mercado minorista y, en

(79) Acerca de esta figura alemana, *vid.* LUTTERMANN, Claus/BACKMANN, Julia, “Rechtsverhältnisse bei Hedge-Fonds (‘Risikofonds’) in Deutschland und in den USA”, en 23 *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2002, 1017-1024; SCHMIES, Christian/PÜTZ, Achim, “Hedge Fund Regulation in Germany”, en 5 *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2004, pp. 177-183; SPINDLER, Gerald/BEDNARZ, Sebastian, “Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt und Gesellschaftsrecht”, CBCL Research Paper Series, Düsseldorf, 2006; Von LIVONIUS, Hilger, “Investmentrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds in Deutschland”, en *Wirtschafts-Mitteilung*, 2004, pp. 60-69; o WALLACH, Edgar, “Hedge Funds Regulation in Germany”, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, 119-131, De Gruyter, Berlín, 2004.

(80) *Vid.* examinando hasta qué punto era posible su reconocimiento antes de la aprobación de la “*Investmentgesetz*”, GERKE, Wolfgang/MAGER, Ferdinand/KIEHN, Daniela, “Zur Konzeption eines deutschen Hedgefonds”, en 14 *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2002, pp. 479-492; o STECK, Kai-Uwe, “Legal Aspects of German Hedge Funds Structures”, pp. 138 y ss., en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 133-160, De Gruyter, Berlín, 2004.

(81) Otros rasgos dignos de mencionarse son su prohibición de suscripción pública (§ 112.2) y la necesidad de designar un depositario (§112.3). *Vid.* al respecto, WALLACH, Edgar, “Hedge Funds Regulation in Germany”, pp. 121 y ss., en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 119-131, De Gruyter, Berlín, 2004.

segundo lugar, en el hecho de que estos “hedge funds” sólo pueden invertir en “single hedgefonds”, con exclusión de cualesquiera otros activos⁽⁸²⁾.

V. El catálogo anterior no pretende ser exhaustivo ya que, con estructuras y desarrollos muy variados, existen otros países europeos que también cuentan con una normativa específica sobre los fondos de inversión libre. Tal es el caso, entre otros, de Francia, con los llamados “OPCMV a Règles d’Investissement Allégées”, introducidos por el art. 14 del *Décret 2003-1103*, de 21 de diciembre de 2003, y los “OPCMV Contractuels”, permitidos por el art. L214-35-2 del *Code Monétaire et Financier*⁽⁸³⁾; de Luxemburgo, mediante los “OPC d’Investissement Alternatif”, previstos en la *Circulaire 02/80 de la Commission de Surveillance du Secteur Financier* del año 2002⁽⁸⁴⁾; de Suiza, donde se encuentran incluidos en el concepto residual de “otros fondos” (“*andere Fonds*”) consagrado por el art. 35.^º, § 1 de la *Anlagefondsgesetz* de 1994⁽⁸⁵⁾; de Suecia, al amparo del concepto de fondo especial (“*Specialfonder*”) previsto en el §19 de la *Sec. 1 de la Lag om Investeringsfonder* de 2004; o, por acabar, de Irlanda, con los denominados “*Qualified Investors Schemes*” y los “*Professional Investor Schemes*”⁽⁸⁶⁾.

(82) La posibilidad de recurrir a la captación pública de recursos para financiar su actividad explica que la disciplina de esta categoría de fondos sea bastante más restrictiva que la aplicable a los “single hedgefonds” e incluya, entre otras exigencias, deberes de información a las autoridades de supervisión (§ 115) y una regulación pormenorizada del folleto de carácter imperativo (§ 117). *Vid.* WALLACH, Edgar, “Hedge Funds Regulation in Germany”, 124 y ss., en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 119-131, De Gruyter, Berlín, 2004.

(83) Los “OPCMV à Règles d’Investissement Allégées” (también conocidos como “OPCVM ARIA”) son fondos exentos de las reglas de diversificación de riesgos aplicables a las demás clases de fondos y accesibles a los inversores que posean cierto perfil. Existen diversas submodalidades de estos fondos, entre los que destacan los “OPCMV ARIA à Effect de Levier”, que permiten al gestor del fondo emplear un apalancamiento financiero de hasta un 400% de sus activos. Por otro lado, los “OPCVM Contractuels” son estructuras concebidas para servir de vehículo de inversión en cualquier tipo de instrumento financiero o monetario. *Vid.* sobre estas figuras, BONNEAU, Thierry/DRUMMOND, France, *Droit des Marchés Financiers*, pp. 150 y ss., Economica, París, 2005.

(84) *Circulaire sur les Règles Spécifiques Applicables aux Organismes de Placement Collectif (“OPC”) Luxembourgeois Adoptant des Stratégies d’Investissement dites Alternatives*, de 15 de febrero de 2002. *Vid.* KREMER, Claude/LEBBE, Isabelle, *Organismes de Placement Collectif et Véhicules d’Investissement Apparentés en Droit Luxembourgeois*, 2.^a ed., Larcier, Bruselas, 2007.

(85) *Vid.* OTTER, Matthaus, *AFG: Anlagefondsgesetz mit Ergänzenden Gesetzen und Bestimmungen zur Regulierung und Selbstregulierung von Anlagefonds*, 4. Aufl., Orell Fussli, Zürich, 2001.

(86) Los “*Qualified Investors Schemes*” (QIS) son fondos a los que sólo pueden acceder los inversores institucionales o con un elevado patrimonio, con un valor mínimo de suscripción de 250.000 euros, y que no están sujetos a las reglas generales de los fondos de inversión. Por otra parte, los “*Professional Investor Schemes*” (PIS) son similares aunque tienen la particularidad de que su valor de suscripción es inferior (150.000 euros) y se benefician de exenciones regulatorias menos significativas. Por último ha de advertirse que en Inglaterra no existe una regulación específica de los “hedge funds”, por lo que todos ellos están sujetos al régimen de autorización y supervisión de la *Financial Services Authority* británica (*Hedge Funds and FSA*, Discussion Paper núm. 16, Londres, 2002).

III. FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE Y DERECHO SOCIETARIO

1. El problema. El fondo de inversión libre como prototipo de accionista

I. Seguramente hoy en día puede afirmarse que los fondos de inversión libre deben incluirse entre los accionistas que desempeñan un papel más activo y decisivo en el gobierno societario. Y ésta es una afirmación que puede corroborarse con las opiniones de los expertos que, en este sentido, han manifestado que dichos fondos han creado “*un nuevo estilo de activismo accionista*” (Renee MAATMAN/Geert RAAIJ-MAKERS)⁽⁸⁷⁾, poseen “*un palmarés de éxito en el gobierno de las sociedades que permite afirmar que han alterado el equilibrio interno de poder*” (William BRATTON)⁽⁸⁸⁾, ejercen “*una influencia agresiva en la política empresarial de las sociedades comerciales*” (Gerald SPINDLER/Sebastian BEDNARZ)⁽⁸⁹⁾, o, en fin, han sostenido que actualmente constituyen el “*Santo Grial del gobierno societario*” (Marcel KAHAN/Edward ROCK)⁽⁹⁰⁾.

II. Las abultadas cantidades que estos fondos mueven en los principales mercados mundiales⁽⁹¹⁾ los convierten en titulares de participaciones significativas en el capital de incontables sociedades y permiten sostener que, hoy en día, los “*hedge funds*” constituyen *uno de los inversores institucionales de mayor importancia* junto a las instituciones clásicas de inversión colectiva y los fondos de pensiones. De hecho, y según un estudio reciente, el espectro de dichas inversiones abarca desde las pequeñas sociedades anónimas cerradas o familiares hasta las mayores sociedades cotizadas en las bolsas de Nueva York, Londres o Tokio (por ejemplo: *General Motors, Time Warner, Sears Holdings, Mellon Financial, Dow Chemical, Mitsui, etc.*)⁽⁹²⁾ y, si bien los porcentajes de participación son muy variados, se estima que su montante medio es de un 5% a un 10% del capital social de las participadas⁽⁹³⁾.

Por otro lado, debido a que los “*hedge funds*” son vehículos alternativos de inversión colectiva que esperan obtener el mayor y más rápido beneficio para sus inversores mediante técnicas de gestión activa y agresiva, es evidente que se diferencian de los

(87) Vid. *Hedge Funds in Company Law: Virus or Vaccine?*, 8, Maastricht University, Working Paper, 2006.

(88) Vid. “Hedge Funds and Corporate Targets”, 1428, en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433.

(89) Vid. *Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, 1, CBCL Research Paper Series, Düsseldorf, 2006.

(90) Vid. “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1026, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

(91) Vid. *supra*: I, §3.1.1.

(92) Para una relación de algunas de las sociedades participadas por los “hedge funds”, vid. BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, pp. 1429 y ss., en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433.

(93) Vid. BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, 1389, en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433.

inversores institucionales tradicionales, que, como es sabido, asumen típicamente una posición pasiva en las sociedades participadas. En efecto, aquellos fondos se deben implicar activa y profundamente en la administración y gobierno de las sociedades participadas, ya que esta actuación es parte de su estrategia de maximización del beneficio. Como recordaba un autor: “*estos fondos, en cuanto que activistas, no pueden simplemente quedarse sentados y esperar que sea el mercado quien valore sus participaciones*”⁽⁹⁴⁾.

III. Y si unimos esas dos circunstancias (esto es: magnitud de la cartera de sus participaciones societarias y estrategia de maximización de la inversión), fácilmente se entiende el papel central que los “*hedge funds*” están llamados a desempeñar en el gobierno actual de las sociedades comerciales. Es por ello que, sin correr el riesgo de exagerar, puede afirmarse que los “*hedge funds*” *se cuentan actualmente entre los accionistas más activos y dinámicos en el seno de la gran sociedad anónima abierta*.

Y la experiencia societaria confirma plenamente esta afirmación ya que son incontables los episodios que ilustran el activismo de los “*hedge funds*” en la vida societaria de nuestros días. Así, y centrándonos sólo en los años de 2005 y 2006, puede recordarse que esos fondos impulsaron operaciones de *fusión* tan sonadas como las realizadas por *Wells Financial*, *InfoUSA*, o *Aspect Communications* (o, inversamente, en el fracaso de las preparadas por *Mylan Laboratories*, *MaxWorldWide*, *Artesyn*, etc.), o grandes operaciones de *escisión* societaria o equivalentes (de las que si bien la escisión de *McDonald's* constituye el ejemplo más conocido, también existen muchas otras semejantes aunque menos renombradas como son, por ejemplo, las que afectaron a *Kmart/Sears*, *Office Max*, *Circuit City*, *CKE*, etc.).

También han jugado un papel decisivo en múltiples *ofertas públicas de adquisición*, como son buenos ejemplos, además del ya mencionado caso de la oferta de la *Deutsche Börse* sobre la *London Stock Exchange*, las OPA formuladas sobre *Novartis*, *Sears Holdings*, *Lexar Media*, *VNU*, etc., actuando incluso directamente como oferentes de éstas (por ejemplo: *Houston Exploration*, etc.).

O, en fin, tampoco es difícil encontrar ejemplos en que los “*hedge funds*” han incidido directamente en los *órganos de administración* de las sociedades participadas, provocando cambios de rumbo en sus políticas empresariales (el supuesto más conocido seguramente es el abandono del ambicioso programa de compra de acciones propias pretendido por el *Time Warner Inc.*), alteraciones en su composición (y aquí el caso más renombrado tal vez es el de la *General Motors*, que fue forzada a admitir en su consejo de administración a un representante de uno de esos fondos), o, pura y simplemente, han provocado la destitución de alguno de sus miembros (por ejemplo: en *Calpine Co.*).

Y para acabar no puede dejar de mencionarse que esa influencia de los “*hedge funds*” en la vida social también se deja sentir en el seno de las *juntas de socios*, especialmente al implicarse en la búsqueda de representaciones con vistas a alterar el

⁽⁹⁴⁾ Vid. BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, 1390, en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433.

equilibrio de fuerzas en el seno de la sociedad, como ocurrió en la “*proxy context*” lanzada sobre el gigante *General Motors* o en otras muchas sociedades de primera línea (por ejemplo: *Heinz*, *Sitel*, *Massey Energy*, *KT&G*)⁽⁹⁵⁾.

IV. Arrancando con este escenario, nuestro siguiente objetivo es comprender y caracterizar el papel actual de los “*hedge funds*” en la estructura accionaria y de gobierno de las sociedades anónimas. ¿Qué razones explican el actual protagonismo de estos fondos (*fundamentos*)? ¿Cuáles son las principales modalidades de exteriorización de ese protagonismo (*manifestaciones*)? Y, en fin, ¿cuáles son las ventajas e inconvenientes que deriva de ese protagonismo desde la perspectiva del gobierno societario (*riesgos y beneficios*)? Éstas son las tres cuestiones fundamentales a las que buscaremos respuesta en las siguientes páginas.

2. Sus fundamentos

I. Uno de los aspectos más sobresalientes de la evolución accionarial en las grandes sociedades anónimas abiertas consiste, como es bien sabido, en la definitiva afirmación del *inversor institucional*⁽⁹⁶⁾.

Sobre todo a partir de mediados de los años 80, un porcentaje significativo del capital de las sociedades abiertas pasó a estar en manos de grandes inversores y, en particular, en poder de los fondos de inversión mobiliario, fondos de pensiones, entidades de crédito y empresas aseguradoras o financieras. Y muchos vieron en estos nuevos inversores institucionales un factor esencial del desarrollo del gobierno corporativo. En efecto, tratándose de accionistas con participaciones significativas en el capital de esas sociedades, dotados de una indudable sofisticación organizativa y financiera para ejercer activamente sus derechos, no faltaron quienes vieron en dichos sujetos un nuevo prototipo de accionista, capaz de comportarse como un verdadero “propietario” de la sociedad y, por tanto, de implicarse activamente en la vida de ésta, controlando la eficiencia de su gestión, removiendo a los dirigentes incompetentes y, en fin, asegurando la maximización del valor empresarial de la sociedad a largo plazo⁽⁹⁷⁾.

(95) La “*prueba del nueve*” de la relevancia de los “*hedge funds*” como accionistas reside en la continua atención que les prestan las grandes sociedades consultoras o de abogados. Martin LIPTON, socio fundador de una de las mayores consultoras mundiales del sector (“*Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*”), elaboró y envió a sus clientes un memorándum titulado “*The New Crisis. Be Prepared for the Attacks by Hedge Funds*”, donde se sostenía que “*el nivel actual de activismo de estos fondos merece la misma preparación que las ofertas de adquisición hostiles*” (“Attaks by Activist Hedge Funds”, 1, en 10 *The M&A Lawyer*, 2006, pp. 1-4).

(96) Vid. sobre la figura del inversor institucional y su papel en el gobierno societario ALVES, C. Francisco, “Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações”, Almedina, Coimbra, 2005.

(97) Vid. sobre esta idea, BLACK, Bernard, “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, en 39 *UCLA Law Review*, 1992, pp. 811-888; GILSON, Ronald/KRAAKMAN, Reiner, “Reinventing the Oustide Director: An Agenda for Institutional Investors”, en 43 *Stanford Law Review*, 1991, 863-904; ROCK, Edward, “The Logic and Significance of Institutional Shareholder Activism”, 79 *Georgetown Law Journal*, 1991, 445-506; o ROMANO, Roberta, Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, en 93 *Columbia Law Review*, 1993, pp. 795-838.

Sin embargo, hoy ya sabemos que esa expectativa fue, siendo comedidos, exagerada. En la gran mayoría de los supuestos la intervención de los inversores institucionales en el gobierno de las sociedades se ha caracterizado por ser eminentemente pasiva, esencialmente materializada en discusiones informales con sus administradores y directivos sobre la política de administración seguida y, en el mejor de los casos, y como mucho, apoyando o secundando propuestas de cambio presentadas por otros accionistas ⁽⁹⁸⁾.

II. Los “hedge funds”, por el contrario, emergieron como una modalidad de inversor institucional *característicamente activo* y predispuesto a intervenir efectivamente en el gobierno de las sociedades participadas, incidiendo directamente en el equilibrio de fuerzas en el seno de la sociedad y, en particular, en el curso de su política empresarial, la suerte de sus administradores y directivos o incluso su superestructura jurídica. En pocas palabras: “los ‘hedge funds’ no son inversores institucionales ‘normales’” ⁽⁹⁹⁾. Y la pregunta que hemos de hacernos a inmediata continuación es ¿por qué?

Para resolver ese interrogante deben combinarse dos clases de razonamientos. Por un lado, el que liga la respuesta a la propia estructura de estos fondos (*fundamento estructural*) y, por otro, el que lo vincula a su particular estrategia (*fundamento estratégico*).

A) Fundamentos estructurales

I. Los “hedge funds” poseen un conjunto de características estructurales que explican el éxito de su protagonismo en el gobierno de las sociedades. Concretamente nos estamos refiriendo a los siguientes tres factores: su *dimensión*, su *independencia* y su *libertad regulatoria* (opacidad, concentración de riesgos, iliquidez de sus activos) ⁽¹⁰⁰⁾.

II. La primera razón que explica ese papel activo de los “hedge funds” en el gobierno de las sociedades donde han invertido sus recursos se encuentra en el enorme

⁽⁹⁸⁾ Vid. GILLAN, Stuart/STARKS, Laura, “Corporate Governance, Corporate Ownership and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”, J. Weinberg Center for Corporate Governance, Delaware, 2003; o THOMAS, A. Smith, “Institutions and Entrepreneurs in American Corporate Finance”, en 85 *California Law Review*, 1997, pp. 1-78.

⁽⁹⁹⁾ Vid. BRIGGS, Thomas, “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis”, 681, en 32 *The Journal of Corporation Law*, 2007, pp. 681-738. En el mismo sentido, BRAV, Alon/JIANG, Wei/PARTNOY, Frank/THOMAS, Randall: “We find that hedge funds increasingly engage in a new form of shareholder activism and monitoring that differs fundamentally from previous activist efforts by other institutional investors” (*Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance*, 2, European Corporate Governance Institute (ECGI), Working Paper núm. 139/2006, Bruselas, 2006).

⁽¹⁰⁰⁾ Vid. para estas ideas, que aquí seguiremos, KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1062 y ss., en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

tamaño o dimensión de los patrimonios que gestionan⁽¹⁰¹⁾. Y si a este dato innegable unimos el efecto multiplicador que, como ya sabemos, genera el apalancamiento al que usualmente recurren y que les permite incrementar sensiblemente el volumen de sus adquisiciones, se entiende perfectamente que, como también dijimos, se atribuya a los “hedge funds” casi la mitad del volumen de transacciones efectuadas en las principales plazas financieras mundiales.

III. La segunda razón que explica la actual relevancia accionista de estos fondos se encuentra en su *independencia o autonomía empresarial*. Nos explicaremos.

Es frecuente observar que los inversores institucionales tradicionales (por ejemplo: fondos de inversión mobiliario clásicos, fondos de pensiones, entidades aseguradoras, etc.) constituyen empresas que usualmente se integran en grandes conglomerados o grupos financieros liderados por un “holding” o empresa-madre financiera (por lo normal, un gran banco o entidad de crédito)⁽¹⁰²⁾. Y también es claro que esta afiliación o integración plurisocietaria provoca que dichas entidades deban soportar diversas restricciones a la hora de gestionar la cartera de participaciones de sus fondos. Por un lado, y como es obvio, ya que la subordinación obligatoria del grupo a parámetros y coeficientes prudenciales de base consolidada (por ejemplo: ratio de solvencia, límites a la concentración de riesgos agregados, límites a la titularidad de participaciones significativas, etc.) acaba por estrechar la política de inversión y la libertad de actuación de los gestores de esos fondos afiliados. Además, y por otro, tampoco puede desconocerse que, a la hora de ejercer los derechos relativos a las acciones poseídas en su cartera, muchos de esos gestores evitarán intervenciones demasiado activas o agresivas en las sociedades participadas con el ánimo de evitar conflictos con aquellos que bien pueden ser (o acaso: pueden convertirse en) clientes de la sociedad-madre o de otras sociedades del grupo⁽¹⁰³⁾.

Por el contrario, nada de esto ocurre tratándose de “hedge funds”. Sea por razón de su estructura cerrada y habitualmente limitada a un pequeño número de inversores, sea por la enorme sofisticación de su gestión o, en fin, por su localización en esa “zona de penumbra” del mercado de valores (“grey zone”) a la que anteriormente nos hemos referido, la verdad es que estos fondos y sus respectivas entidades gestoras pueden considerarse como bastante independientes, no integrándose por lo general en el perímetro de grupos empresariales o financieros, ni sujetándose a coaliciones o controles

(101) *Vid. infra*: I, §3, 1.1.

(102) Sobre la noción y el régimen aplicable a los grupos financieros nos permitimos remitir a ANTUNES, J. Engrácia, *A Supervisão Consolidada dos Grupos Financeiros*, espec. pp. 27 y ss., UCP Editora, Oporto, 2000.

(103) *Vid.* en un sentido parecido, indicando el condicionamiento de las políticas de inversión de los fondos a los intereses del grupo financiero en que se integran las sociedades gestoras, ALVES, C. Francisco, *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, pp. 331 y ss., Almedina, Coimbra, 2005.

intersocietarios significativos⁽¹⁰⁴⁾. Circunstancias estas que, en definitiva, explican la amplia libertad de maniobra de la que disponen estos gestores, además de reducir las potenciales zonas de conflictos de interés con las sociedades participadas.

IV. Finalmente, y posiblemente como explicación más evidente, aún ha de advertirse que la dinámica intervencionista de los “hedge funds” es también tributaria de la amplia *libertad regulatoria* que disfrutan. Así es, mientras los fondos de inversión clásicos y otros inversores institucionales típicos se encuentran sujetos a una densa malla legal y reglamentaria que limita fuertemente su intervención en la vida de las sociedades participadas (por ejemplo: deberes de transparencia, de composición de carteras, de diversificación de riesgos, de instrumentos y técnicas de inversión, de supervisión, etc.), los “hedge funds” gozan en comparación de una amplísima libertad de actuación.

Y para sustentar lo anterior basta con comparar tres aspectos de estos fondos atípicos con sus más directos competidores: los fondos de inversión mobiliaria⁽¹⁰⁵⁾. El *primero* se encuentra en la *visibilidad*, ya que mientras que las entidades gestoras de éstos están sujetas a extensos deberes de transparencia (que incluyen la obligación de divulgar la composición de su cartera de inversiones y el respectivo valor líquido global), los “hedge funds” gozan de una cierta opacidad que les permite adquirir discretamente posiciones significativas en el capital de sociedades sin que éstas lleguen siquiera a apercibirse⁽¹⁰⁶⁾.

El *segundo* se halla en la *disponibilidad*, puesto que mientras que la gestión de los fondos tradicionales se vincula irremediamente a la exigencia de una inversión diversificada que fuerza a multiplicar las sociedades donde invierten, a realizarlas en pequeños montantes en diferentes categorías de activos (no pudiendo invertir más de un determinado porcentaje de su patrimonio líquido en valores mobiliarios emitidos por una misma entidad), y a respetar la prohibición general de detención de una influencia significativa sobre las sociedades participadas, los “hedge funds” son enteramente libres de adquirir participaciones de cualquier clase, aun de control, en las sociedades participadas, hasta el extremo de que nada impide que concentren todos sus

(104) De un estudio efectuado por Marcel KAHAN y Edward ROCK se desprende que cerca de 9 de los 20 mayores fondos de inversión mobiliarios están controlados por una empresa matriz. Por el contrario, esa cifra se reduce a 1 tratándose de “hedge funds” (“Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1066, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093).

(105) *Vid.* sobre esta y otras diferencias entre ambos tipos de fondos KENNARD, Alan, “The Hedge Fund Versus the Mutual Fund”, en 57 *The Tax Lawyer*, 2003, pp. 133-147.

(106) Como señala Ashley KOVAS, “si un ‘hedge fund’ revelase sus posiciones (accionistas) o los detalles de su estrategia (de inversión), se exponería bien al ataque de los fondos rivales (que podrían obtener ventaja de sus posiciones especulativas) o bien a la simple copia de su estrategia (con la consiguiente e inmediata desvalorización de ésta)” (*vid.* “Should Hedge Fund Products be Marketed to Retail Investors?”, 98, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 91-118, De Gruyter, Berlín, 2004).

recursos en la adquisición del capital de sólo algunas sociedades emittentes o incluso de una única sociedad⁽¹⁰⁷⁾.

Y en fin, y ya como *tercer* factor de comparación, tampoco hay que olvidar que, mientras que las carteras de los fondos clásicos están sujetas a reglas muy rígidas (de entre las que destaca que su cartera debe estar esencialmente compuesta por activos líquidos, al objeto de permitir el ejercicio de los reembolsos diarios que puedan solicitar sus partícipes), los “hedge funds” no soportan esa limitación, lo que les ha permitido invertir en posiciones largas en el capital de sociedades relativamente ilíquidas.

B) Fundamentos estratégicos

I. Sin embargo, lo verdaderamente decisivo para entender el actual protagonismo de los “hedge funds” en el ámbito del gobierno societario deriva de otro de sus rasgos esenciales: de su objetivo estratégico de obtener un *beneficio absoluto*⁽¹⁰⁸⁾. Nos explicaremos.

Los inversores institucionales tradicionales, en particular los fondos de inversión mobiliaria, constituyen vehículos de inversión colectiva cuya finalidad principal consiste en permitir que los pequeños inversores individuales puedan acceder de forma simple y rentable al mercado de valores. Esto explica que la constitución de las carteras de estos fondos deban respetar la premisa de la diversificación del riesgo y que, en definitiva, la adquisición de acciones de diversos emittentes persiga disminuir el riesgo agregado de la inversión y no intervenir en la gestión de esas sociedades⁽¹⁰⁹⁾. La situación es totalmente diferente en los “hedge funds”. La formación de sus carteras obedece a un objetivo de maximización del beneficio, por lo que, por definición, la entidad gestora adquiere las participaciones societarias con el propósito de intervenir activamente en su gestión y, de esta forma, obtener su máxima revalorización. En efecto, por regla general el proceso pasa por la identificación de potenciales sociedades-*target* (por ejemplo: sociedades comerciales con acciones infravaloradas, con gestión deficiente, con un precio de mercado prometedor, etc.) seguida de la toma de posiciones cuando sea posible ejercer una influencia o intervenir directamente en sus órganos sociales con el objeto de lograr el aumento de valor de mercado de dichas participaciones.

En la certera formulación de Marcel KAHAN y Edward ROCK, “*el activismo de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones, si es que existe, tiende a ser*

⁽¹⁰⁷⁾ De hecho esta concentración constituye un elemento característico de ciertas estrategias de inversión de algunos “hedge funds”, como ocurre, por ejemplo, con la “*macro*” o “*global strategy*” tal y como nos recuerda Nicholas VARDY: “*rather than diversify across hundreds of stocks like a mutual fund, global macro managers take concentrated positions – ideally with limited downside but with a huge potential upside*” (vid. *The Hedge Fund Strategy that Made George Soros a Billionaire*, en “The Global Guru”, de 13 de marzo de 2008).

⁽¹⁰⁸⁾ Vid. sobre éste, *supra*: I, §2.2.

⁽¹⁰⁹⁾ Vid. sobre los fondos de inversión mobiliarios como vehículos de diversificación, VAZ TOMÉ, M., *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, pp. 11 y ss., Almedina, Coimbra, 1997.

incidental y ex post: sólo cuando los gestores del fondo se dan cuenta que las sociedades participadas están defectuosamente gestionadas, o su sistema de gobierno es deficiente, es cuando se deciden a intervenir; inversamente, el activismo de los ‘hedge funds’ es estratégico y ex ante: los gestores de estos fondos determinan en primer lugar si una sociedad mejoraría con ese activismo, para sólo entonces adquirir una posición y ejercerlo” ⁽¹¹⁰⁾.

II. A esta fundamental diferencia se une otra referida a los gestores de los “hedge funds” y su remuneración. Así es, en el común de los casos los gestores de los fondos tradicionales no tienen incentivos especiales para intervenir directamente en la administración y gobierno de las sociedades participadas ya que, como antes se expuso, su objetivo de rentabilidad es relativo al estar asociada a un “benchmark” (por ejemplo: el gestor de un fondo de índices de tipos de interés se limita a competir con otros fondos que replican el mismo tipo de índices), mientras que su remuneración consiste, por lo general, en comisiones consistentes en un porcentaje fijo sobre el patrimonio del fondo ⁽¹¹¹⁾.

La situación es totalmente distinta en el caso de los gestores de “hedge funds”. El resultado obtenido por sus gestores se compara con el rendimiento absoluto del fondo (y no con la rentabilidad obtenida por un “benchmark”) y, por lo normal, su retribución consiste en un porcentaje fijo sobre el patrimonio del fondo (generalmente: un 1% o 2%) al que se añade un porcentaje variable (aproximadamente: un 20%) sobre el beneficio obtenido anualmente (“performance fee”) ⁽¹¹²⁾. Así las cosas, no sorprende que la remuneración anual obtenida por los 25 gestores de “hedge funds” de mayor éxito haya sido de 250.000 millones de dólares, incluyendo algunos que individualmente percibieron en comisiones de gestión casi 2.000 millones de dólares en un solo año ⁽¹¹³⁾.

De lo expuesto se deduce fácilmente una conclusión: mientras que los gestores de los fondos tradicionales no cuentan con incentivos para implicarse en la gestión de las sociedades participadas más allá de lo estrictamente necesario, por lo que acostumbran a asumir una actitud pasiva, los gestores de “hedge funds”, cuya remuneración se conecta directamente al éxito de los activos que administran, están en principio más

⁽¹¹⁰⁾ Vid. “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1069, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

⁽¹¹¹⁾ Vid. VEIGA, A. Brandão, “Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário”, pp. 150 y ss., Almedina, Coimbra, 1999.

⁽¹¹²⁾ Vid. LEE, David/LWI, Steven/PHOON, Kok Fai, “An Equitable Structure for Hedge Fund Incentive Fees”, en 13 *The Journal of Investing*, 2004, pp. 31-43; o TERHUNE, Hannah, “Hedge Fund Management and Performance Fees”, en *Esquire* de 11 de diciembre de 2006.

⁽¹¹³⁾ Vid. STULZ, René, “Hedge Funds: Past, Present and Future”, p. 7, Ohio State University, Dice Center, 2007.

predispuestos a actitudes activas y agresivas en la gestión de las carteras de sociedades participadas⁽¹¹⁴⁾.

3. Sus manifestaciones

I. Esclarecidas las razones que subyacen al activismo militante de los fondos de inversión libre en el seno de las sociedades participadas, corresponde ahora identificar y analizar, aunque sea sucintamente, las principales modalidades o áreas de incidencia de dicho activismo en el cuadro de la estructura organizativa de esas mismas sociedades, esto es: en sus *órganos de administración* (composición, funcionamiento, estrategia, destitución), las *juntas generales* (especialmente: representaciones en ella), el *control societario* (particularmente: las OPAs), y las *reorganizaciones societarias* (fusiones, escisiones, y transferencias de activos)⁽¹¹⁵⁾.

A) Órganos de administración

I. El intervencionismo societario de los gestores de “hedge funds” en el órgano de administración de las participadas abarca desde iniciativas tales como la simple monitorización informal de la administración social hasta la adopción de medidas destinadas a remover a sus miembros. Como de forma un tanto pintoresca se ha dicho: los “hedge funds” son los “*nuevos sheriffs de los órganos de administración*”⁽¹¹⁶⁾.

II. En un número significativo de supuestos, la intervención de estos fondos en el gobierno de las participadas se limita a mantener *reuniones informales* o “entre bastidores” con sus órganos de administración que, ocasionalmente, pueden llegar a exteriorizarse como *medidas públicas de presión* sobre la política empresarial de la

(114) Vid. sobre esta correlación positiva entre su remuneración y el grado de riesgo en las estrategias empleadas, KOUWENBERG, Roy/ZIEMBA, William, “Incentives and Risk Taking in Hedge Funds”, en 31 *Journal of Banking and Finance* (2007), 3291-3310. Con todo, la estructura retributiva de los “hedge funds” no es pacífica. Mientras que para algunos constituye la forma más eficiente de garantizar la alineación del interés de los gestores con el de los partícipes del fondo (al contrario del sistema remuneratorio de los fondos tradicionales, basado por lo general en una comisión fija independiente del éxito de su gestión), otros consideran que constituye un estímulo a la adopción de políticas de inversión excesivamente arriesgadas, que se guían por el objetivo de maximizar los beneficios a corto plazo. Como forma de controlar los riesgos que derivan de esa modalidad de remuneración, la comisión de retribuciones emplea la llamada *regla de línea de agua* (“*high water mark*”), por la que los gestores no percibirán remuneración salvo que el valor líquido global del fondo no supere el valor más alto obtenido en años anteriores (vid. GOETZMANN, William/INGERSOLL, Jonathan/ROSS, Stephen, “High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts”, en 58 *Journal of Finance*, 2003, 1685-1718).

(115) Los ejemplos citados se han extraído de BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, pp. 1402 y ss., en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433; BRIGGS, Thomas, “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis”, en 32 *The Journal of Corporation Law*, 2007, pp. 681-738; y KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1029, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

(116) Vid. MURRAY, Allan, “Hedge Funds Are the New Sheriffs of the Boardroom”, en *Wall Street Journal*, de 14 de diciembre de 2005.

sociedad o algún aspecto concreto de ésta (por ejemplo: en materia de inversiones o desinversiones, alianzas estratégicas, etc.). Un buen ejemplo de este tipo de intervención lo constituye el cambio de estrategia de la empresa norteamericana *Time Warner*, cuyo órgano de administración canceló su programa de adquisición de acciones propias debido a la presión ejercida por el *Icahan Partners Fund*, un conocido “hedge fund” que detentaba un 2,8% de su capital⁽¹¹⁷⁾.

Otras veces, su intervención se centra en la *designación de representantes* en los órganos de administración de las sociedades participadas. La propia *General Motors*, la mayor empresa multinacional del mundo, no escapó a esta situación cuando el fondo *Tracinda* (perteneciente al millonario de origen armenio Kirk Kerkorian) consiguió, tras adquirir el 9,9% de su capital social, obtener un puesto en el consejo de administración del gigante norteamericano⁽¹¹⁸⁾.

En otras ocasiones, la intervención de estos fondos en las sociedades participadas adopta medidas más extremas; concretamente: las dirigidas a lograr el *cese de los miembros de sus órganos de administración*. Entre los ejemplos recientes de remoción de administradores y altos directivos como resultado de acciones individuales o concertadas de estos fondos pueden citarse los casos del cese del presidente ejecutivo del consejo de administración de *Star Gas Partners* (fruto de la presión ejercida por el fondo *Third Point*)⁽¹¹⁹⁾ o de la remoción de dos prominentes vocales de ese órgano en *Calpine* (fruto de la acción coordinada de varios fondos)⁽¹²⁰⁾.

B) Juntas generales

I. Los “hedge funds” también intervienen activamente en la dinámica de las juntas generales de las sociedades participadas. Y si bien mediante esta actuación dichos fondos no ejercen sino el papel que la ley atribuye al accionista en general (esto es: reclamar información sobre la marcha de los negocios sociales, fiscalizar y evaluar

⁽¹¹⁷⁾ Vid. SYKLOS, Richard, “Icahan Pressures Times Warner for Changes”, en *The Nueva York Times*, de 11 de octubre de 2005. Ha de tenerse presente, sin embargo, que, de acuerdo con algunos estudios, el activismo generalmente adopta modalidades discretas e informales y sólo raramente asume la forma de un ataque público (vid. BRIGGS, Thomas, “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis”, 696, en 32 *The Journal of Corporation Law*, 2007, 681-738).

⁽¹¹⁸⁾ Este movimiento, sin embargo, no tuvo un final feliz (vid. WELCH, David, *GM: “Things Are About to Get Nasty”*, en *Business Week*, de 6 de octubre de 2006). Sobre esta cuestión también es conveniente recordar que el “*Relational Investors*”, otro conocido “hedge fund” norteamericano, debe su denominación a la estrategia de inversión “*relacional o cooperacional*”, que “*empieza con la toma de posición en una determinada empresa que, posteriormente, incrementa con vista a conseguir puestos en el órgano de administración*” (MAATMAN, Rennee/RAAIJMAKERS, Geert, *Hedge Funds in Company Law: Virus or Vaccine?*, 12, Maastrich University, Working Paper, 2006; vid. también, AYRES, Ian/CRAMPTON, Peter, “Relational Investing and Agency Theory”, en 15 *Cardozo law Review*, 1994, pp. 1033-1066).

⁽¹¹⁹⁾ Vid. KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1029, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

⁽¹²⁰⁾ *Idem*.

la actuación del órgano de administración, participar activamente en las deliberaciones y la adopción de acuerdos y, en su caso, impugnar judicialmente las deliberaciones que considera inválidas), lo cierto es que en un entorno de gobierno societario donde es característico el absentismo de los pequeños accionistas⁽¹²¹⁾ y una “natural” pasividad de los inversores institucionales⁽¹²²⁾, el activismo de los “hedge funds” destaca sobremanera.

II. Seguramente la manifestación más destacada del protagonismo de estos fondos en el seno de las juntas de sociedades participadas se encuentra en la búsqueda de *representaciones de voto* (“*proxy rights*”)⁽¹²³⁾. En un estudio del año 2006 sobre 130 sociedades anónimas participadas por “hedge funds”, se registraron cerca de 60 casos en que estos fondos solicitaron (o amenazaron solicitar) públicamente a los pequeños accionistas de dichas sociedades representaciones para la junta general, de tal manera que esa acción fue suficiente para que se les atribuyeran cargos en los órganos de administración (en un 23% de los casos) o para que obtuviesen otro tipo de concesiones por parte de estos últimos (en un 37% de los casos)⁽¹²⁴⁾. Entre las sociedades blanco de esas amenazas o sujetos pasivos de “*proxy fights*” por parte de “hedge funds”, se encuentran empresas como *H. J. Heinz* (por parte del fondo *Train Group*, que detentaba un 5,6% de su capital), *Sitel Corporation* y *Massey Energy Company* (por el fondo *Janas Partners*, que poseía en estas sociedades, respectivamente, un 14,5% y un 6,5% de su capital social), o *KT&G* entre otras muchas⁽¹²⁵⁾.

(121) Sobre el fenómeno del abstencionismo de los pequeños accionistas en el seno de las juntas de las grandes sociedades anónimas con capital disperso, *vid.* ANTUNES, J. Engrácia, “Os Grupos de Sociedades. Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária”, 505 y ss., 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2002. Naturalmente, existen diferencias relevantes entre la distribución de la propiedad accionista en el ámbito de las sociedades norteamericanas y las europeas. Como es conocido, el grado de dispersión en estas últimas (incluidas las portuguesas) es mucho menor (*vid.* ANTUNES, J. Engrácia, *Law & Economics Perspectives of Portuguese Corporation Law. System and Current Developments*, 334, en *II European Company and Financial Law Review*, 2005, pp. 323-377).

(122) Sobre las razones de esa tendencia a la pasividad, *vid. supra*: II, § 2.

(123) En términos generales, se trata de la práctica consistente en la solicitud, por parte de grupos organizados (administradores, titulares de participaciones minoritarias significativas, núcleos duros de accionistas), de la representación de los pequeños accionistas en las juntas generales como forma de incrementar su poder de decisión y que, como es conocido, en muchas ocasiones está en el origen de verdaderas batallas por el control societario (“*proxy fights*”). *Vid.* sobre esta cuestión, ANTUNES, J. Engrácia, “Voting and Proxy Rights of Shareholders in Portugal”, en BAUMS, Theodor/Wymeersch, Eddy, *Shareholders Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, 231-256, Kluwer International Law, La Haya, Londres, Boston, 1999.

(124) *Vid.* BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, 1405 y ss., en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433. Como indica otro autor, “*whether the company settles with the fund or the fund wins during a proxy fight, hedge funds are having their demands met*” (*vid.* PEARSON, Reid/ALTMAN, Ken, “Hedge Funds and Shareholder Activism”, 25, en *Corporate Governance Advisor*, 1 de mayo de 2006, Wolters Kluwer, Aspen, 2006).

(125) *Vid.* KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1024-1025, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

III. Finalmente, y entre otras muestras del activismo de los “hedge funds”, también ha de incluirse la promoción de *acciones judiciales* contra la sociedad o sus órganos. Y así ha ocurrido cuando las gestoras de dichos fondos han impugnado acuerdos sociales (por ejemplo: la solicitud de invalidez del acuerdo modificatorio de los estatutos sociales de *Source Corporation* impulsada por el fondo *Jana Partners*)⁽¹²⁶⁾ han exigido responsabilidad a los administradores de las sociedades participadas (por ejemplo: la acción de responsabilidad del fondo *Cardinal Value Equity Partners* contra los administradores de su participada *Hollinger International*)⁽¹²⁷⁾ o, simplemente, han amenazado con esas acciones como ocurrió con los anuncios del fondo *Appaloosa Management* en la reorganización por insolvencia de la *Delphi Corporation*⁽¹²⁸⁾.

C) Control societario

I. Tal y como subrayan Marcel KAHAN y Edward ROCK, el intervencionismo de los “hedge funds” también se percibe, y con especial intensidad, en las luchas por el control societario: “*hedge funds have been particularly active in transactions involving potential changes in corporate control*”⁽¹²⁹⁾.

II. Y la veracidad de la anterior afirmación se ratifica al recordar su decisiva intervención en diversas OPAs en las que dichos fondos poseían participaciones accionarias.

En efecto, en ocasiones los “hedge funds” han provocado el fracaso de una OPA, como ocurrió, por ejemplo, con la lanzada por la *Deutsche Börse* sobre la inglesa *London Stock Exchange* a finales de 2004, y cuyo fracaso se debió, como ya expusimos⁽¹³⁰⁾, a la oposición del *Children’s Investment Fund Management*.

En otros supuestos la situación ha sido la inversa: los “hedge funds” han desempeñado un papel esencial en el aumento del valor de la oferta o en su fracaso, como ocurrió, entre otros ejemplos, en los casos de las OPAs lanzadas por el grupo farmacéutico suizo *Novartis* sobre la empresa *Chiron*, donde se atribuye el incremento en un 30% del precio de la oferta a la intervención del fondo *Value Act Capital*; o por el grupo holandés *VNU* sobre la empresa *IMS Health* que, en fin, terminó fracasando

(126) Vid. “JANA Partners LLC Announces Filing of Suit against SOURCECORP”, en *Business Wire*, de 6 de junio de 2005.

(127) Vid. FABRICANT, Geraldine, “Hollinger Board Accused of Lax Supervision”, en *The New York Times*, de 5 de enero de 2004.

(128) Vid. WELCH, David, “Bankruptcy Becomes Delphi”, en *Business Week*, de 15 de enero de 2007.

(129) Vid. “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1034, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

(130) Vid. sobre este caso, *supra*: Introducción.

debido a la oposición del fondo *KVAM-Knight Vinke Asset Management*⁽¹³¹⁾. Y, en fin, tampoco debe excluirse que esa intervención de los “hedge funds” en el mercado del control no consista en asumir directamente la condición de oferente, como sucedió en las OPAs lanzadas por el fondo *Janas Partners* sobre la sociedad *Houston Exploration*, por el fondo *Value Act Capital* sobre *Acxiom* o, por acabar, por el fondo *Highfields Capital Management* sobre *Circuit City Stores*⁽¹³²⁾.

D) Reorganizaciones societarias

I. Finalmente aún ha de indicarse que, con cierta frecuencia, los fondos de inversión libre se encuentran detrás de acciones que persiguen la modificación de la superestructura jurídica de las sociedades participadas. Nos referimos, claro está, a su papel en las *operaciones de reestructuración o reorganización societaria*.

II. Una de las manifestaciones más frecuentes del protagonismo del que ahora nos ocupamos se encuentra en la participación de estos fondos en las *fusiones* de algunas de sus sociedades participadas, seguramente debido a que, como indica un estudio reciente, dichas operaciones son las responsables de que el precio medio de las sociedades afectadas se incremente de un 30% a un 50%⁽¹³³⁾. La intervención de los “hedge funds” en este ámbito es muy variada, ya que, en unos casos, han bendecido esas “bodas empresariales”, como ocurrió, por ejemplo, en los procesos de fusión de *Wells Financial*, *InfoUSA*, o *Aspect Communications*, entre otras⁽¹³⁴⁾; en otros, por el contrario, la actitud de estos fondos ha sido toda la contraria, al torpedear dichas reorganizaciones, como ocurrió con la fallida fusión entre *Mylan Laboratories* y *Kings Pharmaceuticals* debido a la acción de dos fondos: el *Carl Icahn & Co.* y *Perry*.

No menos frecuentes son las operaciones de *escisión* societaria (donde la escisión de *McDonald's* debida a la presión ejercida por el fondo *Pershing Square*, que sólo detentaba un 4,9% de su capital social, sigue constituyendo uno de los mejores ejemplos)⁽¹³⁵⁾ y, sobre todo, los supuestos de cesión de activos como expediente con el que

(131) Vid. HAMILTON, David, “Novartis Raises Chiron Bid”, en *Wall Street Journal*, de 4 de abril de 2006; SINGER, Jason, *Knight Presses VNU Overhaul Plan*, en *Wall Street Journal*, de 7 de abril de 2006.

(132) Vid. *Jana Partners Bids for Houston Exploration*, en *Business Week* de 13 de junio de 2006.

(133) Vid. BRATTON, William, “The Disappearing Disciplinary Merger”, 30 y ss., Working Paper, Illinois, 2006.

(134) En ocasiones sin éxito. En efecto, apenas un año después que un “hedge fund” estuvo en el epicentro del proyecto de fusión entre la *Deutsche Börse* y la *London Stock Exchange* (vid. *supra*: Introducción), aquella bolsa presentó un nuevo plan de fusión que resultó condicionado por la intervención de otro fondo (el *Atticus Capital*, titular de una participación del 9% de *Euronext*) que promovió la realización de una fusión entre esta última bolsa pan europea y la *Deutsche Börse* que, sin embargo, tampoco llegó a tener éxito. Vid. KANTER, James, *Deutsche Börse Ends Its Quest for Euronext*, en *The Nueva York Times*, de 11 de noviembre de 2006.

(135) Vid. EISINGER, Jesse, “Hedge-Fund Man at McDonald's”, en *Wall Street Journal*, de 28 de septiembre de 2005.

aumentar los beneficios a distribuir (por ejemplo: los casos de las sociedades *Kmart*/*Sears*, *Office Max*, *Circuit City*, *CKE*, etc.).

4. Sus efectos

I. El vertiginoso ascenso de los fondos de inversión libre en los mercados financieros contemporáneos ha suscitado una enorme controversia en la comunidad académica y empresarial sobre el papel que deben desempeñar en el gobierno de las grandes sociedades anónimas.

Las opiniones oscilan entre una declarada fascinación y la crítica acerada. En palabras de Robert THOMSOM, “*these nimble, aggressive investment funds appear as the latest contender to solve what has been the continuing challenge at the core of corporate law over the last 75 years (who will monitor managers when there is a separation of ownership and control in the public corporations that dominate our economy); and, at the same time, these hedge funds are also labeled as the latest in a series of villains portrayed as the bane of our economic system*”⁽¹³⁶⁾. O, en la sugerente interrogación formulada por Marcel KAHAN y Edward ROCK, “*are hedge funds the ‘Holy Grail’ of corporate governance — the long sought-after shareholder champion with the incentives and expertise to protect shareholder interests in publicly held firms? or do they represent darker forces, in search of quick profit opportunities at the expense of other shareholders and the long-term health of the economy?*”⁽¹³⁷⁾.

II. No es nuestro propósito tomar partido en esa discusión ya que, con objetivo más modesto, aquí nos limitaremos a exponer las ventajas y los riesgos que más comúnmente se asocian a este nuevo y emergente tipo de accionista. Entre las primeras, destacan la *reunificación de la propiedad y el control societario*, así como la *potenciación de la eficiencia del mercado de valores*. Entre los últimos ha de mencionarse el aumento del *riesgo sistemático* en los mercados financieros y los *potenciales conflictos de interés* en el seno de las sociedades participadas.

A) Ventajas

a) *Reunificación entre propiedad y control*

I. El actual debate en torno al gobierno de las grandes sociedades se desarrolló alrededor de una circunstancia que se identifica, siguiendo la célebre expresión acuñada hace ya más de 75 años por Adolf BERLE y Gardiner MEANS, como la *separación entre propiedad y control* (“*separation of ownership and control*”)⁽¹³⁸⁾. Según estos

(136) Vid. “The Limits of Hedge Fund Activism”, 1, Law and Economics Workshop (Paper 7), Berkeley, 2006.

(137) Vid. “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1026, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093.

(138) Vid. *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, Nueva York, 1932.

autores, la evolución de la moderna sociedad anónima con capital disperso entre el público se caracteriza por la existencia de una creciente separación entre los “accionistas-propietarios”, detentores de pequeñas fracciones de capital y sin capacidad o interés para intervenir activamente en la conducción de la vida social, y los “administradores-controladores”, gestores profesionales que gozan de una gran autonomía y poder en esa conducción gracias al típico absentismo y la apatía de aquellos accionistas. La impotencia de los primeros en fiscalizar eficientemente la actividad de estos últimos y la incapacidad de asegurar aquella alineación entre los intereses de unos y otros son el germen de los denominados “problemas de agencia” (“*agency costs*”) que, en último término, han provocado un desequilibrio global del sistema de gobierno de esas sociedades⁽¹³⁹⁾.

II. Sin correr el riesgo de exagerar, puede afirmarse que una de las principales finalidades perseguidas por el “*corporate governance*” consiste en encontrar el “eslabón perdido” entre propiedad y control en las grandes sociedades, a fin de restablecer la soberanía y democracia accionistas en el cuadro del gobierno societario⁽¹⁴⁰⁾. En esta búsqueda hubo momentos esperanzadores, como ocurrió en la década de 80, cuando muchos juzgaron que las *OPAs hostiles* constituían ese “eslabón perdido” para la protección de la inversión de los accionistas, al promover la sustitución de los administradores ineficientes y procurar un incremento del valor de las acciones afectadas y la distribución igualitaria de la prima de control⁽¹⁴¹⁾. O, más tarde, y ya en la década de los años 90, cuando atribuyeron esa función a los *inversores institucionales* y, en particular, a los fondos de inversión y los fondos de pensiones, que entonces se auguraban como una panacea para solventar los problemas de agencia⁽¹⁴²⁾.

(139) Así las cosas, y como Michel JENSEN y William MECKLING advirtieron, el problema principal consiste en averiguar cuál es el mejor modo en que los accionistas (propietarios) puedan controlar a sus agentes (administradores o directivos) soportando los más bajos “*costes de monitorización de las aberrantes actividades de sus agentes*” (vid. “Theory of the Firm: Managerial, Agency Costs and Ownership Structure”, 305, en 3 *Journal of Financial Economy*, 1976, 303-360).

(140) Vid. con diversas posibles estrategias de solución, HANSMANN, Henry/KRAAKMAN, Reinier, “Agency Problems and Legal Strategies”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 21-31, Oxford University Press, Oxford/Nueva York, 2004.

(141) Sobre el mercado de control societario, vid. el clásico estudio de MANNE, Henry, “Mergers and the Market for Corporate Control”, en 73 *Journal of Political Economy*, 1965, pp. 110-123. Sobre la relevancia económica de las OPAs en el gobierno societario desde diversas perspectivas, vid. BRADLEY, Caroline, “Corporate Control: Markets and Rules”, en 53 *Modern Law Review*, 1990, pp. 170-186; o MEIER-SCHATZ, Christian, “Managermacht und Marktkontrolle”, en 149 *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, 1985, pp. 76-108.

(142) Sobre la importancia de los inversores institucionales en el gobierno societario, vid. BAUMS, Theodor/FAUNE, Christian, “Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung”, en 3 *Die Aktiengesellschaft*, 1995, pp. 97-112; BLACK, Bernard, “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, en 39 *University of California Law Review*, 1992, pp. 811-893; o GILSON, Ronald/KRAAKMAN, Reinier, “Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors”, en 43 *Stanford Law Review*, 1990, pp. 863-906.

Hoy en día, ya en los inicios del siglo XXI, y una vez asumido que tales esperanzas eran, si no infundadas, por lo menos exageradas⁽¹⁴³⁾, se alzan nuevas voces que pretenden ver en los “hedge funds” una nueva oportunidad para lograr la *reunificación de propiedad y control en el seno societario*. Y para ello se razona que, bien vistas las cosas, estos fondos tienden a comportarse efectivamente como los verdaderos “propietarios” de las sociedades donde han invertido, asignándose por lo tanto el papel que el ordenamiento jurídico reserva precisamente al socio, ya que, como hemos expuesto antes, los “hedge funds” no se cohiben a la hora de participar activamente en el gobierno de la sociedad reivindicando información sobre la marcha de los negocios sociales, examinando y controlando de cerca la actividad del órgano de administración, apoyando o destituyendo a sus miembros, movilizándolo a los socios a través de la solicitud pública de representación en las juntas generales donde se debaten asuntos de su interés, asumiendo una participación activa en las batallas por el control societario (especialmente: en caso de OPAs) y, en fin, liderando o combatiendo proyectos de reorganización societaria (por ejemplo: fusiones, escisiones, etc.). En suma, y en palabras de Thomas BRIGGS, “*hedge funds activists are shareholders after all*”⁽¹⁴⁴⁾.

Así las cosas, y al menos teóricamente, puede decirse que esta militancia de los “hedge funds” puede contribuir a reunificar (o cuanto menos: a aproximar) propiedad y control en el seno del gobierno de la gran sociedad anónima con capital disperso. Y, al actuar así, ha de repararse en que dichos fondos no sólo están velando por los intereses de sus inversores, sino también por los de la enorme masa de pequeños accionistas de la sociedad participada. Por lo que, bajo esta perspectiva, se continúa, dicha tarea de vigilancia constante del órgano de administración constituye una garantía de que las sociedades se gestionan de modo eficiente con los ojos puestos en el interés de ésta y de sus socios (eliminando así los consabidos problemas de agencia), alineando el modelo “real” con el modelo “ideal” de sociedad anónima y logrando por tanto la “*Reaktivierung des Aktionäres*” (Berhard GROßFELD)⁽¹⁴⁵⁾ o, como también se ha dicho, una “*shareholders democracy*” (Melvin EISENBERG)⁽¹⁴⁶⁾.

b) Eficiencia del mercado de valores

I. Como venimos repitiendo, los “hedge funds” son fondos alternativos y atípicos que recurren a estrategias e instrumentos de inversión bastante distintos de los

⁽¹⁴³⁾ Vid. entre varios, COFFEE, John, “Regulating the Market for Corporate Control. A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance”, espec. pp. 1221 y ss., en 84 *Columbia Law Review*, 1984, pp. 1145-1296; o GILLAN, Stuart/STARKS, Laura, “Corporate Governance, Corporate Ownership and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”, espec. pp. 34 y ss., J. Weinberg Center for Corporate Governance, Delaware, 2003.

⁽¹⁴⁴⁾ Vid. “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis”, 713, en 32 *The Journal of Corporation Law*, 2007, pp. 681-738

⁽¹⁴⁵⁾ Vid. *Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär*, pp. 190 y ss., Mohr, Tübingen, 1968. En idéntico sentido, OTT, Claus, *Recht und Realität der Unternehmenskorporation*, pp. 145 y ss., Mohr, Tübingen, 1977.

⁽¹⁴⁶⁾ Vid. *The Structure of the Corporation. A Legal Analysis*, 19, Little & Brown, Boston, 1975.

utilizados por los fondos de inversión tradicionales. Lo que aquí ahora nos interesa destacar es que el empleo de esas estrategias e instrumentos contribuye al buen funcionamiento de los mercados de valores, al aumentar la liquidez en dichos mercados y mejorar la eficiencia en la formación de sus precios.

II. Como ya decimos, uno de los instrumentos de inversión más característicos de los “hedge funds”, expresamente vedado por la ley a los fondos tradicionales, es la llamada venta corta o “*short selling*”⁽¹⁴⁷⁾. Este tipo de herramienta mejora la eficiencia del mercado de valores al incrementar la liquidez en éste, compensar desequilibrios temporales existentes entre la oferta y la demanda de acciones, y mejorar la correcta formación de los precios al diseminar en el mercado una mayor y mejor información sobre el valor atribuido a la acciones⁽¹⁴⁸⁾. En suma, y en expresión empleada por la “*Securities and Exchange Commission*” (SEC), “*short selling provides the market with two important benefits: market liquidity and pricing efficiency*”⁽¹⁴⁹⁾.

III. Y algo semejante puede concluirse respecto de las estrategias de inversión a las que recurren los “hedge funds”, que, como ya se examinó, persiguen reducir o eliminar el riesgo asociado a otras inversiones, transacciones o activos, mediante la asunción de posiciones largas y cortas simétricas (“*equity market neutral*”) añadiéndole el componente especulativo del apalancamiento financiero. Factor este último que implica que estos fondos asumen el riesgo que otros operadores pretenden transferir (es decir: actúan como contrapartes), a la par que, además, dinamizan el mercado al realizarse normalmente en fase de contraciclo a la evolución de los precios⁽¹⁵⁰⁾. De nuevo en palabras de la autoridad de vigilancia norteamericana: “*hedge funds play an important role in a financial system where various risks are distributed across a variety of innovative financial instruments: they often assume risks by serving as ready counterparties to entities that wish to hedge risk*”⁽¹⁵¹⁾.

(147) Vid. sobre la figura *supra* I, §2, 2.

(148) Vid. sobre estas ventajas KAISER, Dieter, *Hedge-Fonds*, 85, Gabler, Wiesbaden, 2004; INEICHEN, Alexander, “On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry”, 12, en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, 3-29, De Gruyter, Berlín, 2004; LANH, Marcel, *Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen*, 343, DUV-Gabler, Wiesbaden, 2004; y OESTERLE, Dale, “Regulating Hedge Funds”, 6 y ss., en *I Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42.

(149) Vid. SEC Concept Release: *Short Sales*, Nueva York, 1999 (www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm).

(150) Vid. sobre estas ventajas, GARBARAVICIUS, Thomas/DIERICK, Frank, *Hedge Funds and their Implications for Financial Stability*, 25, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2005; KAISER, Dieter, *Hedge-Fonds*, 86, Gabler, Wiesbaden, 2004; o RICKE, Markus, “Stichwort: Hedge Fonds”, 63, en *4 Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht*, 2004, pp. 60-65.

(151) Vid. SEC, *Implications on the Growth of Hedge Funds*, 2, Washington, 2003.

B) Riesgos

a) *Riesgo sistémico*

I. Entre los riesgos macroeconómicos que con mayor frecuencia se atribuyen a la actividad desarrollada por los “hedge funds” destaca el *riesgo sistemático para los mercados financieros en general*, entendiendo por éste “la posibilidad de que en un corto espacio de tiempo se produzca en cadena la insolvencia de grandes instituciones financieras —típicamente bancos— en virtud de un determinado evento singular”⁽¹⁵²⁾.

II. No puede perderse de vista que, hoy en día, los “hedge funds” son unos operadores económicos dotados del importante poder que deriva de los activos que manejan (estimados en más de 1,5 billones de dólares, en continuo y aparentemente ilimitado crecimiento⁽¹⁵³⁾), que sus estrategias de inversión son, por naturaleza, estrategias asentadas en el riesgo y la especulación (sobre todo debido al recurso intensivo al apalancamiento financiero, o al uso de derivados financieros y las ventas cortas⁽¹⁵⁴⁾), que, consiguientemente, puede ser fuente tanto de logros rápidos y fabulosos como de pérdidas colosales, asemejándolos peligrosamente al simple juego de azar; y que, como también se puso de relieve, su constitución y actividad se desarrollan en un entorno de amplia libertad, que permite a sus gestores un gran margen de maniobra y los coloca fuera del alcance de las autoridades de supervisión.

III. Por estas y otras razones, y a pesar de voces contrarias⁽¹⁵⁵⁾, entendemos que el riesgo sistemático asociado a los “hedge funds” es real. Los colapsos sufridos por fondos como el *LTCM*⁽¹⁵⁶⁾ en 1998 o el *Amaranth Advisors* en 2006⁽¹⁵⁷⁾ constituyen

(152) Vid. CHAN, Nicholas/GETMANSKY, Mila/HAAS, Shane/LO, Andrew, *Systemic Risk and Hedge Funds*, 1, MIT Sloan School of Management, 2005. Vid. también sobre este riesgo sistémico, LANH, Marcel, *Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen*, 19 y ss., DUV-Gabler, Wiesbaden, 2004.

(153) Vid. IOSCO, *Principles for the Evaluation of Hedge Fund Portfolios*, 8, Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, 2007.

(154) Recordemos el ya citado colapso financiero del fondo *LTCM* en 1998, cuyo riesgo de cartera a finales de 1997 estaba apalancado mediante derivados en una proporción de 28 x 1 (LOWENSTEIN, Roger, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, Nueva York, 2000).

(155) Vid. con una opinión contraria, en ciertos puntos atendible, INEICHEN, Alexander, “On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry”, espec. pp. 7 y ss., en BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, pp. 3-29, De Gruyter, Berlín, 2004.

(156) Vid. sobre este fondo, que provocó unas pérdidas de 5.000 millones de dólares y motivó la intervención de las autoridades financieras norteamericanas, EDWARDS, Franklin, “Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management”, en 13 *The Journal of Economic Perspectives*, 1999, pp. 189-210.

(157) Vid. sobre este fondo, que en apenas un mes acumuló unas pérdidas por valor de 6.000 millones de dólares (esto es: un 65% de su patrimonio total), MUFSON, Steven, *Amaranth's Losses Top \$6 Billions*, en *Washington Post* de 22 de septiembre de 2006. Existen otros ejemplos menos conocidos entre el público, como el que afectó al *Eifuku Master Trust*, un fondo japonés con un patrimonio de 300 millones de dólares que perdió todos sus activos en una semana (vid. SENDER, Henry, “The Story of a Betting Man and His Fund's Hard Fall: Collapse of Eifuku Master Trust Happened in Seven Trading Days”, en *Wall Street Journal*, de 10 de abril de 2003).

una prueba evidente de que las ondas de choque que genera la insolvencia de un gran “hedge fund” pueden hacerse sentir en todo el mercado financiero, originando pérdidas colosales a importantes inversores institucionales, forzando intervenciones de emergencia de las autoridades financieras y, en el límite, sin poder descartar que pueda provocarse un “*tsunami*” en el entero sistema financiero mundial. Y por ello compartimos en gran medida las advertencias recientemente formuladas por el Banco Central Europeo en el sentido de que el “*crecimiento de los ‘hedge funds’ en el contexto general de las estrategias de inversión [ha de calificarse] como uno de los mayores riesgos para la estabilidad financiera [y] exige una estrecha monitorización*”⁽¹⁵⁸⁾, o con las observaciones muy parecidas del presidente de la Reserva Federal de los EE.UU. al llamar la atención sobre “*el riesgo sistemático en los mercados financieros derivado de inversores altamente apalancadas, como es el caso de los ‘hedge funds’*”⁽¹⁵⁹⁾.

b) *Conflictos de interés*

I. En el plano microeconómico, y más concretamente bajo la perspectiva del gobierno societario, también es frecuente acusar a los “hedge funds” de estar sujetos a conflicto de intereses en las sociedades donde participan. Y eso tanto en el seno de sus órganos deliberativos (especialmente aquí nos referiremos al *voto abusivo*, *voto concertado*, y “*empty voting*”) como en el órgano de administración de sus participadas (al presionar, se dice, para obtener resultados exclusivamente a corto plazo).

II. Por razón de sus peculiares características, los “hedge funds” constituyen uno de los tipos de accionistas —si no: “el” accionista— más activos y enérgicos en el campo del gobierno societario de nuestros días. Esta circunstancia, que, como ya hemos dicho, es para algunos una valiosa contribución para la reunificación de la propiedad y el control en el seno de las grandes sociedades anónimas, es para otros un peligro en el plano del ejercicio del voto en las juntas generales de las sociedades donde participan.

Por un lado, debido a los peligros del denominado *voto abusivo*. Como venimos repitiendo, estos fondos se implican estrechamente en la vida de las sociedades objeto de su inversión, particularmente cuando existen cambios en el control societario (OPAs), reorganizaciones de su estructura jurídica y patrimonial (por ejemplo: fusiones, escisiones, transferencias de activos, etc.) u otras vicisitudes societarias de relieve que necesitan de la aprobación de los socios (“*grundsätzlichen Maßnahmen*”, “*funda-*

(158) Vid. ECB, *Financial Stability Review*, 2006, 142, Frankfurt am Main, 2006. En opinión más reciente, esa autoridad europea volvió a destacar que “*su importancia creciente, y hasta su dominio en ciertos segmentos del mercado financiero puede significar, en escenarios de crisis, una seria amenaza al normal funcionamiento de dichos mercados*” (vid. ECB, *Financial Stability Review*, 2007, 50, Frankfurt am Main, 2007).

(159) Vid. BERNANKE, Ben, “Hedge Funds and Systemic Risks”, *Federal Reserve Bank of Atlanta’s*, 2006, Financial Markets Conference (www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20060516a.htm).

mental or organic matters”). Y en estos supuestos es verosímil que la finalidad típica de estos fondos de maximizar el beneficio de su inversión los conduzca a ejercer sus derechos de voto con miras a su exclusivo beneficio y abstracción hecha de los perjuicios que puedan causar a la sociedad o a los demás socios⁽¹⁶⁰⁾.

En este elenco de factores negativos también acostumbra a incluirse los peligros que derivan del *voto conjunto*. En efecto, debido a que estos fondos son generalmente titulares de participaciones minoritarias (de media: representativas de un 5% a un 10% del capital de las participadas)⁽¹⁶¹⁾ que, como es natural, no son aptas por sí mismas para asegurar el éxito en las votaciones en juntas generales, lo cierto es que logran alcanzar sus objetivos recurriendo a otras técnicas, como la ya citada del recurso a las solicitudes públicas de representación⁽¹⁶²⁾, o a la *actuación concertada* (peyorativamente conocida como “jauría de lobos” o “*wolf pack strategy*”)⁽¹⁶³⁾, que les confiere un poder agregado de votos muy significativo y cuya vigilancia se ha demostrado extremadamente compleja, al escapar al control del derecho de sociedades y del mercado de valores.

Finalmente, también se ha achacado a los “*hedge funds*” los peligros del llamado *voto vacío* (“*empty voting*”). Como es bien sabido, el principio de proporcionalidad entre capital y voto constituye uno de los puntales clásicos de la organización de las sociedades de capital, al vincular la propiedad de los recursos empresariales con el poder de voto⁽¹⁶⁴⁾. También lo es que con el tiempo este principio ha sido objeto de

(160) Vid. sobre el abuso del derecho de voto en general, MARCA, Ermanno, “L’Abuso di Potere nelle Deliberazione Assembleari”, Giuffrè, Milán, 2004. Un ejemplo de este riesgo de voto abusivo se produce cuando un “*hedge fund*” posee simultáneamente intereses en las dos sociedades involucradas en una fusión o escisión. Así ocurrió, por ejemplo, en el proceso de fusión de las sociedades de seguros “*Mony Insurance Life Co.*” y “*AXA*”, donde el fondo “*Highfields Capital Management LP*”, que poseía un 5% del capital de la primera, lideró un movimiento de oposición a la fusión, conociéndose más tarde que poseía una posición corta significativa en obligaciones convertibles en acciones de esa sociedad cuyo valor aumentaría exponencialmente en caso de que la operación proyectada no tuviese éxito (vid. sobre este supuesto, KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1073 y ss., en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093).

(161) Vid. *supra*: II, §1.

(162) Vid. *supra*: II, §3.2.

(163) “*Hedge funds tend to operate in loose cooperation, like wolf packs*” (vid. OESTERLE, Dale, “Regulating Hedge Funds”, 12, en I *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, pp. 1-42); “When one hedge fund announces a five or ten percent position in company, others follow, forming a ‘wolf pack’ that sometimes has the voting power to force management to address its demands” (vid. BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, 1379, en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433). Vid. también KULPA, Andrew/LONG, Butzel, “The Wolf In Shareholder’s Clothing: Hedge Fund Use of Cooperative Game Theory and Voting Structures to Exploit Corporate Control and Governance”, en 6 *Business Law Journal*, 2005, pp. 4-15.

(164) Vid. sobre el *intuitus pecuniae* de las corporaciones sociales y la llamada “*propiedad corporativa*” (según la que la cifra del capital invertido en la sociedad es el factor que decide el peso relativo de cada miembro de la corporación) ANTUNES, J. Engrácia, “O Artigo 490.º e a Lei Fundamental. ‘Propriedade Corporativa’, Propriedade Privada, Igualdade de Tratamento”, pp. 204 y ss., en *Estudos em Comemoração dos Cinco Anos (1995-2000) da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, pp. 147-276, Coimbra Editora, 2001.

diversas excepciones (de carácter legal, estatutario, fáctico-económico) que han acabado provocando múltiples divergencias entre “capital” y “derechos de voto”⁽¹⁶⁵⁾. También es de sobra conocido que la llamada “revolución financiera” producida a finales del siglo XX —y que se tradujo en la extraordinaria diversificación y complejidad de los instrumentos financieros utilizados en el mercado de valores—⁽¹⁶⁶⁾ vino a abrir un nuevo e importante frente en esa divergencia⁽¹⁶⁷⁾: la figura del “voto vacío” consistente en la titularidad de votos que no se asocian a una titularidad subyacente de capital⁽¹⁶⁸⁾.

Pues bien, gracias al recurso masivo al apalancamiento financiero mediante derivados OTC o negociados fuera de mercados organizados (opciones, permutas financieras) así como a las ventas cortas (realizadas mediante préstamos), los “hedge funds” se han convertido en uno de los máximos exponentes de ese fenómeno del vaciamiento del voto, contribuyendo así a acentuar el foso entre titularidad formal y titularidad material del capital social. Como han recalcado Henry HU y Bernard BLACK, “*estos fondos son especialmente creativos a la hora de desconectar derechos de voto y propiedad [...], siendo frecuentemente titulares de más votos que acciones —un patrón justamente apodado de vacío ‘de voto’ una vez que a dichos votos se les priva de la subyacente propiedad del capital*”⁽¹⁶⁹⁾.

Y un buen ejemplo de lo anterior lo encontramos en la intervención del fondo norteamericano *Perry Corporation* en el proceso de fusión lanzado en 2004 entre *Mylan Laboratories* y *King Pharmaceuticals*. En este caso los órganos de administra-

(165) Vid. sobre esas excepciones, ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades. Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária*, pp. 489 y ss., 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2002.

(166) Vid. entre nosotros sobre el movimiento de innovación e ingeniería financiera, QUELHAS, J. Santos, *Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro*, Coimbra, 1996. Vid. también, con otra perspectiva, AA.VV., *L’Innovazione Finanziaria*, Giuffrè, Milán, 2003; o DÍEZ-CASTRO, Luis/MAS-CAREÑAS, Juan, *Ingeniería Financiera*, McGraw-Hill, Madrid, 1991.

(167) Vid. en este sentido, EASTERBROOK, Frank, *Derivative Securities and Corporate Governance*, en 69 *The University of Chicago Law Review*, 2002, pp. 733-747; MONGA, Anish, “Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control”, en XII *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, 2006, pp. 186-219; PARTNOY, Frank, “Adding Derivatives to the Corporate Law Mix”, en 34 *Georgia Law Review*, 2000, pp. 599-629.

(168) Esta figura se explica debido a que el capital de las sociedades anónimas es en muchas ocasiones objeto de operaciones financieras tales como préstamos de acciones o derivados OTC (*over the counter*). Así sucede, por ejemplo, cuando se prestan acciones transcurrida la fecha límite para su depósito a los efectos de la participación y voto en una próxima junta general, que habrán de devolverse tras celebrarse ésta. Vid. sobre esta figura, HU, Henry/BLACK, Bernard, “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, en 79 *Southern California Law Review*, 2006, pp. 811-908; o MARTIN, Shaun/PARTNOY, Frank, “Encumbered Shares”, en *University of Illinois Law Review*, 2005, pp. 775-813.

(169) Vid. “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, 815, en 79 *Southern California Law Review*, 2006, pp. 811-908. En el mismo sentido también puede consultarse HU, Henry/BLACK, Bernard, “Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, en 13 *The Journal of Corporate Finance*, 2007, pp. 343-367.

ción de ambas sociedades acordaron llevar a cabo una fusión por absorción que reconocía una relación de cambio bastante favorable para los accionistas de la sociedad *King* (absorbida) y que, como es fácil de entender, no fue bien acogida por los socios de *Mylan* (absorbente) cuyas acciones se desplomaron después de hacerse público el proyecto. El fondo *Perry Corporation*, que poseía 7.000.000 de acciones de *King* y consiguientemente saldría beneficiado, de aprobarse la fusión, compró un 9,9% del capital de *Mylan*, convirtiéndose en su mayor accionista con la finalidad de lograr que la junta de esta sociedad aprobase la fusión. Al mismo tiempo, y para cubrir el riesgo económico que supondría un desenlace desfavorable, dicho fondo celebró con una entidad de crédito un “*equity swap*” relativo a la participación adquirida en *Mylan*. Esta estratagema permitió al “*hedge fund*” ser simultáneamente titular de cerca de un 10% de los votos de esa sociedad y de nada de su capital, por lo que, finalmente, *Perry* se encontraba en condiciones de votar favorablemente una fusión en una sociedad (*Mylan*) en la cual poseía un interés económico contrario al de los demás accionistas⁽¹⁷⁰⁾.

III. Los conflictos de interés en que potencialmente puede incurrir la actuación de los “*hedge funds*” también pueden producirse en el seno del órgano de administración. De acuerdo con una repetida objeción, debido a que su activismo les impulsa a buscar el máximo beneficio en el más corto espacio de tiempo posible, es fácil que estos fondos conduzcan a las sociedades participadas a optar por *estrategias de gestión de corto plazo* (“*short-termism*”) en detrimento de proyectos creadores de valor a largo plazo y con más interés para la sociedad y los socios⁽¹⁷¹⁾.

Es cierto que estos conflictos entre el interés de los accionistas de corto plazo y los que son partidarios de una política a largo plazo, así como las divergencias en la conducta de los órganos de administración, no constituyen una novedad en el Derecho societario ni en el Derecho del mercado de valores⁽¹⁷²⁾. Sin embargo, también lo es que la presencia de los “*hedge funds*” incrementa la intensidad con que se plantea el problema. En efecto, recordando de nuevo que la estrategia de inversión de estos fondos se basa en la obtención de un beneficio máximo, y que este objetivo, así como el recurso intensivo a instrumentos de cobertura, arbitraje y especulación, conducen frecuentemente a una continua rotación de sus carteras de valores, es fácil compartir

(170) Vid. sobre este caso, que es frecuentemente citado, BRATTON, William, “Hedge Funds and Corporate Targets”, 1377 y ss., en 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, pp. 1375-1433; o HU, Henry/BLACK, Bernard, “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, pp. 828 y ss., en 79 *Southern California Law Review*, 2006, pp. 811-908.

(171) Vid. sobre esta crítica recurrente, KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, pp. 1083 y ss., en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093; o THOMSON, Robert, “The Limits of Hedge Funds Activism”, pp. 30 y ss., *Law & Economics Workshop*, Berkeley, 2006.

(172) Vid. sobre esta cuestión, ANABTAWI, Iman, “Some Skepticism about Increasing Shareholder Power”, pp. 579 y ss., en 53 *UCLA Law Review*, 2006, pp. 561-599; o HAZEN, T. Lee, “The Short-Term/Long-Term Dichotomy and Investment Theory: Implications for Securities Market Regulation and for Corporate Law”, en 70 *North Carolina Law Review*, 1991, pp. 137-197.

que para muchos de ellos la detención de un lote de acciones durante veinticuatro horas representa una autentica inversión a largo plazo⁽¹⁷³⁾.

Y si sumamos esta política a cortísimo plazo con la presión que pueden llegar a ejercer los “hedge funds” sobre los órganos de administración, es fácil concluir que tenemos los ingredientes necesarios para que, con el objetivo de no perecer a manos de estos accionistas agresivos, aquéllos se sientan proclives a abandonar proyectos de inversión a largo plazo susceptibles de generar valor para la sociedad en favor de los objetivos a corto impulsados por estos fondos.

Para terminar con un interrogante que nos devuelve al inicio: ¿acaso no fue debido a la presión ejercida por uno de estos fondos (el *Children's Investment Fund Management*) que el órgano de administración de la *Deutsche Börse* abandonó la adquisición de la *London Stock Exchange* para, en su lugar, optar por distribuir entre sus accionistas los casi 800 millones de euros que se proyectaban invertir en esa adquisición?⁽¹⁷⁴⁾.

(173) Como advierte Marcel Kahan y Edward Rock, “*la base accionaria de las sociedades* (en que participan los ‘hedge funds’) *puede cambiar casi de la noche al día siguiente*” (“Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 1077, en 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093).

(174) *Vid. supra*: Introducción.

LA ESTRUCTURA JURÍDICA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

ÍÑIGO DAMBORENEA AGORRIA

*Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid
Abogado de March Gestión de Fondos, SGIIC, SAU y de March
Gestión de Pensiones, SGFP, SAU*

RESUMEN

El trabajo versa sobre la estructura jurídica de los fondos de inversión (europeo-continentales), comenzando con un estudio sobre el Investment Trust, la institución de la que nacen los fondos de inversión, y siguiendo con un análisis sobre cada una de las relaciones jurídicas que conforman aquella estructura (inversores entre sí, sociedad gestora-entidad depositaria, inversores-sociedad gestora, inversores-entidad depositaria, inversores-gestor). Se trata de descubrir en la inversión colectiva canalizada mediante el fondo de inversión una figura alternativa al modelo de inversión societario-corporativo.

Palabras clave: fondo de inversión, sociedad, comunidad, sociedad gestora, entidad depositaria.

ABSTRACT

This paper refers to the legal structure of the european mutual funds. It starts with a study about the Investment Trust, the institution that gives rise to the european mutual fund. It continues with an analysis of each of the legal relationships that constitute the abovementioned structure (among investors; manager-custodian; investors-manager; investors-custodian). This research seeks to explain a collective investment scheme that represents an alternative to the open-ended investment company.

Key words: Investment fund, partnership, community, manager, custodian.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LOS FONDOS DE INVERSIÓN ANGLOAMERICANOS.
 - 1. Introducción.
 - 2. El *Investment Trust*.

III. LOS FONDOS DE INVERSIÓN EUROPEO-CONTINENTALES.

1. **Antecedentes históricos.**
2. **El fondo como patrimonio separado.**
3. **La relación jurídica entre los inversores.**
4. **La relación jurídica entre la SG y la ED.**
5. **La relación jurídica entre los inversores y la SG.**
6. **La relación jurídica entre los inversores y la ED.**

IV. CONCLUSIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

La creciente participación de amplios sectores sociales en el proceso de generación de capital destinado a las empresas suele encauzarse, en la actualidad, mediante un modelo de inversión dependiente del resultado de la empresa en proporción a la aportación realizada, aunque sin intervención activa en el proceso económico. Este modelo comportará, en primer lugar, una disociación entre la titularidad del capital (los recursos financieros) y el poder de gestión, y, en segundo lugar, el sometimiento de la aportación del inversor a una “administración colectiva”. El capital viene a confiarse a uno o varios gestores, que lo administran en interés de quienes lo aportan, que únicamente perseguirán una participación sin implicación personal en el desarrollo de la actividad empresarial. Esta alternativa de inversión supondrá, en definitiva, delegar la gestión del capital aportado e, incluso, en mayor o menor medida, la decisión misma de inversión.

Dentro de este campo de la inversión sin injerencia en la administración empresarial, pueden, no obstante, diferenciarse dos grandes esquemas: la inversión “directa” y la “indirecta”. La primera, la adquisición directa de acciones de sociedades que cotizan en bolsas de valores, presenta serios inconvenientes para un pequeño inversor. Se requieren, por un lado, conocimientos y procesos de análisis técnico complejos y, por otro, un patrimonio suficiente para lograr una adecuada diversificación que permita compensar los diferentes niveles de riesgo de las inversiones. La inversión indirecta, por su parte, consiste en la agrupación organizada de ahorros de múltiples inversores para la formación de un vasto patrimonio, con cuya administración, por gestores expertos tratar, de conseguir una relación equilibrada entre la distribución de los riesgos y las oportunidades de ganancia, además de unos costes de gestión relativamente asequibles.

La inversión indirecta, con todo, podrá canalizarse, a su vez, mediante dos modelos organizativos estructuralmente diferentes: un modelo corporativo, con la figura de la Sociedad de Inversión de Capital Variable o SICAV (que no es sino una Sociedad Anónima adaptada al tipo de objeto social que exige la inversión colectiva, a saber, con variabilidad de capital para posibilitar una continua inversión y liquidación de la

inversión), y un modelo que podría considerarse como “fiduciario”, que viene representado por el Fondo de Inversión (FI). En éste, las aportaciones de los inversores se destinan a la formación de un “patrimonio de inversión” compuesto por activos de diverso tipo. Este patrimonio, de volumen esencialmente variable por razón del derecho de los inversores a liquidar su inversión prácticamente en cualquier momento, queda confiado a una Entidad Depositaria (ED), que ejecutará las órdenes de administración y disposición que emita la entidad encargada de la gestión profesional, la Sociedad Gestora (SG). Por el tipo de bienes y la finalidad del depósito, la ED asume, además, una serie de deberes de vigilancia sobre la administración y gestión desarrollada por la SG.

La funcionalidad del FI como modelo de inversión colectiva contrasta, sin embargo, con las dificultades que se suscitan desde el punto de vista de su configuración en los ordenamientos europeos continentales. En el Derecho angloamericano, punto de origen del FI, su régimen se apoya en el *trust*, institución que no cuenta con un paralelo directo en el Derecho continental europeo, lo que abrirá el debate sobre la naturaleza jurídica del patrimonio de inversión y de las relaciones que conforman su estructura jurídico-obligacional.

II. LOS FONDOS DE INVERSIÓN ANGLOAMERICANOS ⁽¹⁾

1. Introducción

El FI angloamericano nace a finales del siglo XIX, con motivo de la extendida voluntad en el sector financiero de crear una institución de inversión colectiva (IIC) con la que eludir la intensa carga normativa a la que venía sometida la organización societaria y, asimismo, con la que proporcionar un modelo de gestión profesional de inversiones. Para ello se acude a la estructura proporcionada por el *trust*, institución anglosajona, con origen en la jurisprudencia medieval de los tribunales de la *Equity*, que permite instrumentar la transmisión de uno o varios bienes a una o varias personas (*trustees*) para que éstas los custodien y administren en nombre propio, mas por cuenta o en beneficio ya sea del transmitente ya de terceros e, incluso, en aras de un fin.

Lo característico de esta institución radica en que la cesión de bienes con fines de administración y custodia en interés ajeno no se construye sobre la base de un acuerdo meramente obligacional de carácter fiduciario, sino que se articula mediante un desgajamiento de titularidades entre el administrador y el beneficiario de tal administración, otorgando así a este último una extensa protección jurídico-real. Se descubre, por ello, en el *trust* lo que pudiera denominarse como “divisibilidad cuantitativa” del derecho de propiedad o, en otras palabras, una disociación de titularidades sobre los bienes que se constituyen en *trust*: la titularidad formal o fiduciaria en favor del *trustee* (la resul-

⁽¹⁾ Para una mayor profundización del Derecho anglosajón, que en este trabajo se tratará de forma más sucinta, *vid.* nuestro artículo, “La estructura jurídica de los Fondos de Inversión del Derecho angloamericano”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 110, pp. 149 a 168.

tante de la transmisión efectuada a los fines de custodia y administración mencionados) y la titularidad material en la persona del beneficiario (con el objeto de atribuirle los rendimientos económicos de la administración de los bienes dados en *trust* y posibilitarle la reivindicabilidad de los bienes eventualmente enajenados en infracción de los términos del *trust* constituido). Con ello, viene a reflejarse una de las grandes características del Derecho de cosas anglosajón: la inexistencia de un concepto de propiedad unitaria y absoluta. La propiedad es esencialmente divisible en determinados intereses económicos, de forma que sobre un mismo bien puede haber una pluralidad de intereses, pudiendo cada uno de ellos ser objeto de un derecho de propiedad parcial⁽²⁾.

2. El *Investment Trust*

1. Sobre la base del concepto de propiedad divisible, el *trust*, en concreto el destinado a la inversión colectiva o *Investment Trust* (*IT*), permitirá canalizar la gestión de ahorros colectivos de modo tal que la titularidad formal o fiduciaria corresponderá a quienes reciben tales ahorros para su administración y custodia (gestión *gross modo* o en sentido amplio), mientras que la titularidad material o beneficiaria se atribuirá a aquellos que los aportan. El *IT* presenta, sin embargo, alguna particularidad con respecto al *trust* que acaba de describirse: a saber, en la posición fiduciaria de la gestión en sentido amplio, además del *trustee*, participa otro sujeto, el *manager* o gestor.

Esta peculiaridad responderá, no obstante, a la adaptación del *trust* clásico (la institución propiamente conservativa que tenía por objeto la mera tenencia fiduciaria de bienes) a las nuevas exigencias financieras que, en la inversión colectiva, requieren el establecimiento de una estructura dual de administración por la que se distribuyan las funciones propias del *trustee*. En otras palabras, es una estructura fruto del proceso de especialización experimentado en orden a afrontar una actividad de riesgo como la administración de un patrimonio con fines de inversión y a lograr, de este modo, una mayor eficiencia en la gestión. Ello obliga a construir el instituto del *IT* sobre un contrato bilateral entre dos sujetos que se reparten las “funciones fiduciarias”. Conforme a esta racionalización de funciones, al gestor le competarán, fundamentalmente, la dirección de la gestión, la emisión de participaciones y el pago de las rescatadas por los inversores, y al *trustee*, por su parte, la custodia de los activos patrimoniales dados en *trust*, la ejecución de las decisiones de gestión adoptadas por el gestor, la supervisión de la administración que se desarrolla (así como de los procedimientos y métodos

(2) Mientras que la “división cuantitativa” se refiere a una división del derecho de propiedad de forma tal que las personas entre las que se disgrega la titularidad del bien deben considerarse propietarias, aunque de distinta naturaleza, la “división cualitativa del derecho de propiedad” alude a las limitaciones impuestas por los derechos reales en cosa ajena (siendo la propiedad el derecho real más completo, en tanto que integrado de un número ilimitado de facultades, todos los demás derechos reales, al contener un menor número de facultades, son cualitativamente inferiores); *vid.* WOLFF y RAISER, *Tratado de Derecho civil. Derecho de cosas*, tomo III-1.^o, 10.^a ed., traducida al español y anotada por PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, Barcelona, 1970, pp. 329 y 330.

utilizados por el gestor en el cálculo del valor de las participaciones emitidas y rescatadas) y, por último, la llevanza de un registro de los partícipes.

Con esta estructura dual o bímembre, la disociación de titularidades que caracteriza al *trust* operará de forma tal que la titularidad material o beneficiaria cambia en dos momentos sucesivos: la tenencia de los bienes dados en *trust* se hará, en primer lugar, en beneficio del gestor o *manager*, que alcanzará, así, la condición de primer titular del interés beneficiario, y sólo posteriormente, en el momento en el que se emitan las participaciones y se adquieran por los inversores, es cuando el interés del gestor se fragmenta y se transmite derivativamente a cada inversor la titularidad beneficiaria de una cuota indivisa sobre el patrimonio en *trust*.

2. La comunidad indivisa de beneficiarios que se crea sobre los bienes que componen el patrimonio en *trust*, una vez fragmentado el interés del gestor y reconocida a cada inversor la cuota ideal sobre aquél, no conforma, sin embargo, una organización societaria; ni siquiera por el hecho de contemplarse asambleas de inversores con el objeto de llegar a acuerdos sobre materias relativas a la configuración jurídica del *IT*⁽³⁾. Y es que los inversores solamente podrán intervenir en las cuestiones jurídico-constitucionales del *IT*, mas no podrán transmitir instrucciones de gestión, ni siquiera en concepto de alta dirección, ya que la actividad empresarial siempre se desarrollará por el *trustee*, actuando en su propio nombre y cumpliendo las directrices señaladas por el gestor, y en ningún caso como órgano ni como mandatario de una eventual sociedad de inversores. El único nexo que, por lo tanto, habrá entre los inversores de un *IT* deriva de su condición de cotitulares del interés beneficiario sobre los bienes patrimoniales del fondo.

3. Con la estructura del *IT*, la relación jurídica del inversor con el *manager* y con el *trustee* tiene un fundamento diverso. Con el primero queda vinculado por medio del negocio jurídico de suscripción de participaciones. Como consecuencia de éste, el inversor adquiere un derecho a la percepción de los beneficios, al rescate de las participaciones y al reembolso de su valor en dinero. Con respecto al *trustee*, por su parte, el inversor, tras la suscripción, se convierte en titular del interés beneficiario sobre unos bienes cuya titularidad formal pertenecerá a aquél. En razón de esa disgregación, el inversor ostentará una titularidad material o beneficiaria sobre una cuota de participación indivisa en el patrimonio en *trust* que le dará derecho incluso a participar conjuntamente en los acuerdos de carácter jurídico-constitucional del *IT*. La participación del inversor en un *IT* quedará definida, pues, desde dos vertientes: desde la contractual, la participación atribuye los derechos que se exigen con los mecanismos generales de

⁽³⁾ Por ejemplo, en las normas de la *Investment Company Act* norteamericana referidas a la contratación de un gestor, a la revocación de la relación de gestión, a las prórrogas del contrato de distribución de participaciones que se haya delegado en un tercero, al nombramiento de auditores, a la destitución de *trustees* e, incluso, a ciertas modificaciones estructurales, se prescribe, junto a la aprobación mayoritaria del *board of trustees* (también suele exigirse la de los miembros que tienen el carácter de independientes con respecto a la gestora), el necesario consentimiento de los partícipes [*vid.* los arts. 80a-13, 80a-15 (a), 80a-15 (b), 80a-15 (c), 80a-16 (c), 80a-18 (i) y 80a-31 (a) del *US Code* —que es el cuerpo normativo donde se codifica la *Investment Company Act*—].

protección de los derechos de crédito y desde la patrimonial, confiere la “cotitularidad beneficiaria” sobre un patrimonio indiviso ⁽⁴⁾.

III. LOS FONDOS DE INVERSIÓN EUROPEO-CONTINENTALES

1. Antecedentes históricos

1. El nacimiento del FI en la praxis europeo-continental es consecuencia directa de la censura que, con anterioridad a la segunda mitad del siglo XX, suscitó la aprobación en el plano legislativo de unas sociedades que, mediante una estructura propiamente corporativa, satisficieran las necesidades de inversión y liquidez de aquellos sujetos que desearan limitar su responsabilidad a la cantidad efectivamente aportada y obtener los beneficios de una gestión profesionalizada. Porque, ciertamente, para la creación de sociedades anónimas con la clase de objeto social que requería la empresa de inversión colectiva, los legisladores debían reconocer expresamente el principio “de puerta abierta” (la variabilidad del capital social), lo que comportaba también tener que admitir la libre adquisición de acciones propias por la sociedad (es decir, el rescate directo de las acciones para posibilitar dicha variabilidad), y todo ello exigía superar algunos de los principios clásicos del Derecho de sociedades. Por otra parte, y desde una perspectiva jurídico-contable, se recelaba asimismo del principio de *menor valor de mercado*, pues el que pudiera impedirse la distribución de los rendimientos derivados de los bienes patrimoniales adquiridos por la sociedad favorecía al inversor que optase por el modelo directo de asignación de ahorros, lo que pugnaba, precisamente, con la voluntad de crear las condiciones oportunas para fomentar la inversión colectiva ⁽⁵⁾.

Junto con estos obstáculos técnico-societarios, surgieron igualmente problemas de política fiscal, toda vez que el reconocimiento de una sociedad de inversión habría de acarrear una doble imposición tributaria, ya que la aplicación de las normas del Derecho tributario obligaría a que el patrimonio de inversión tributara en virtud del impuesto sobre el patrimonio y los rendimientos derivados de ese patrimonio, según el impuesto de sociedades, y por lo que respecta al accionista, éste tributaría por la tenencia de acciones, conforme al impuesto sobre el patrimonio, y por los ingresos que obtuviera, con arreglo al

⁽⁴⁾ De todos modos, aun cuando la relación con el gestor o *manager* revista el rasgo de contractual, la asunción por éste de algunas de las funciones que originariamente correspondían al *trustee* (el *manager* tiene, en definitiva, un poder sobre los activos del patrimonio en *trust*, puesto que determina las operaciones de gestión que han de llevarse a efecto) lo instala en una posición jurídica para la que regirán los mismos principios sobre la responsabilidad del *trustee* por la infracción de sus obligaciones.

⁽⁵⁾ El principio de *menor valor de mercado* implicaba que si, al momento de proceder a la distribución de rendimientos, el valor de mercado de los elementos patrimoniales (los valores mobiliarios, créditos frente a terceros, etc.) fuera menor a su “coste histórico” (o al valor de su adquisición), se estarían repartiendo pérdidas, o, de otro modo, se estaría erosionando la integridad económica del capital orientado a la producción del beneficio distribuible.

impuesto sobre la renta. En este punto también, el modelo de inversión directa tomaría ventaja respecto de la inversión indirecta mediante una Sociedad de Inversión⁽⁶⁾.

Ante la incertidumbre que, en un principio, generó la superación de estas dificultades para canalizar mediante una estructura societaria la empresa de inversión colectiva, los juristas suizos del primer tercio del siglo decidieron exportar el esquema organizativo del *IT*, y, ajustándolo a los principios y conceptos propios de los sistemas europeos de influencia romano-francesa, crearon un instituto funcionalmente paralelo: el *FI*.

La incompatibilidad del concepto de propiedad de los ordenamientos continentales respecto del derecho de propiedad del Derecho anglosajón imposibilitaba la “trasposición pura” del *IT*. La noción de la propiedad soberana que impedía consentir una división de ésta y la neta separación entre derechos de crédito y derechos reales (con la que no podría alcanzarse a determinar la posición jurídica del beneficiario de un *trust* desde su lógica conceptual) fueron las principales trabas que obstaculizaron —y que lo siguen haciendo en la actualidad— el encaje del *trust* anglosajón en los sistemas civiles europeo-continetales⁽⁷⁾. Ante el inconveniente de quebrar el concepto absoluto y unitario de propiedad a

(6) Sobre las dificultades que se plantean para la creación de Sociedades de Inversión, *cfr.* MEYER-CORDING, “Investment-Gesellschaften”, en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht*, núm. 115, 1952, pp. 71 y 72; de MARCHI, “L’impresa di investimento mobiliare (investment trust)”, en *Rivista di Diritto Commerciale*, 1954, I, pp. 450 a 453; BAROCKA, *Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften*, Stuttgart, 1956, pp. 70 a 72; von CAEMMERER, “Kapitalanlage-oder Investmentgesellschaften”, en *Juristenzeitung*, 1958, p. 43; EBNER von ESCHENBACH, *Die Rechte des Anteilhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*, Erlangen, 1959, pp. 9 a 11; BAUM, *Schutz und Sicherung des Investmentsparers bei Kapitalanlage-Gesellschaften und Investment-Trusts*, Mainz, 1959, pp. 93 y 94; LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milán, 1959, pp. 483 y 501, 502 y 503, nota al pie núm. 9; van GERVEN, “La forme juridique d’un Investment trust en Belgique, en France et aux Pays-Bas”, en *Revue internationale de Droit comparé*, 1960, pp. 530 a 537; SCHÄCKER, *Entwicklung und System des Investmentsparens*, Frankfurt am Main, 1961, pp. 27 a 29; vom BERGE und HERRENDORFF, *Der Schutz des Investmentsparers*, Colonia, 1962, pp. 40 a 42; COSTI, “La struttura dei fondi comuni d’investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali”, en *Rivista delle società*, 1968, pp. 257 a 259; ROTH, *Das Treuhandmodell des Investmentrechts. Eine Alternative zur Aktiengesellschaft?*, Frankfurt am Main, 1972, pp. 122 y 123; THIEL, *Der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht*, Frankfurt am Main, 1982, pp. 193 a 195.

(7) Subrayando la imposibilidad de trasladar el concepto de propiedad anglosajón a los países de tradición romano-francesa, *vid.* SIEBERT, *Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis. Ein dogmatischer und rechtsvergleichender Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, Marburgo, 1933, pp. 53 y 96; WOLFF, y RAISER, *Tratado de Derecho Civil. Derecho de cosas*, tomo III-1.º, *cit.*, pp. 329 y 330; BOVERI, *Über die rechtliche Natur der Investmenttrusts und die Rechtsstellung der Zertifikatsinhaber*, Zúrich, 1945, pp. 97 a 101; NUSSBAUM, “Soziologische und rechtsvergleichende Aspekte des ‘trust’”, en *Archiv für die civilistische Praxis*, núm. 151, 1950-1951, pp. 194, 195, 204 y 207; BOLGAR, “Why no trusts Trusts in the Civil Law”, en *The American Journal of Comparative Law*, 1953, pp. 204, 210 y 218; GÜBLER, *Besteht in der Schweiz ein Bedürfnis nach Einführung des Instituts der angelsächsischen Treuhand (trust)?*, Basilea, 1954, pp. 433 a 445; REYMOND, *Le trust et le droit suisse*, Basilea, 1954, pp. 188 y 209 a 212; DRUCKER, “Trusts on the Continent of Europe”, en *International and Comparative Law Quarterly*, 1955, pp. 550 a 552; HEFTI, “Trusts and their Treatment in the Civil Law”,

través de su “fraccionamiento cuantitativo” en diferentes derechos soberanos parciales, las necesidades resueltas por la figura anglosajona, sobre todo en cuanto a la administración de intereses ajenos, se han satisfecho mediante diversos institutos jurídicos⁽⁸⁾.

2. En la Europa continental, la primera IIC regida por el principio “de puerta abierta” y con una estructura de administración compuesta por gestora y depositaria fue la *Allgemeine Zertifikate, Série A (Certificats Generaux, Série A)*, fundada en Suiza en 1930⁽⁹⁾. Su construcción giraba en torno a un patrimonio separado integrado por los capitales de los inversores, siendo la SG y la ED deudoras de una prestación de gestión y administración la primera, y de depósito y vigilancia sobre la gestión y administración la segunda. Este modelo de organización ideado por los bancos suizos resultó favorablemente acogido por la práctica mercantil europea, e influyó de forma decisiva en la redacción de las legislaciones especiales de mediados de siglo pasa-

en *The American Journal of Comparative Law*, 1956, pp. 553, 557, 566 y 567; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, Gotinga, 1963, pp. 18 y 19; GARRIGUES, *Negocios fiduciarios en Derecho mercantil*, Madrid, 1976, pp. 46, 47, 85 y 90 a 98; COING, “Übernahme des Trusts in unser internationale Privatrecht?”, en AA.VV., *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991*, Berlín-Nueva York, 1991, pp. 81 y 87; BÉRAUDO, “Les trusts anglo-saxons et le droit français”, en *LGDJ*, París, 1992, p. 9; WATERS, “The Institution of the Trust in Civil and Common Law”, en *Recueil des Cours de l'Académie de droit international de la Haye*, tomo, 252, 1995, pp. 137, 138, 343 y 344; CHECA, *El trust angloamericano en el Derecho español*, Madrid, 1998, pp. 28 y 29.

(8) Entre ellos cabe mencionarse el contrato de mandato y sus diferentes variantes, el contrato de depósito, la representación orgánica en las sociedades, la fundación e, incluso, el negocio fiduciario; *vid.* GÜBLER, *op. cit.*, pp. 445 a 455; REYMOND, *op. cit.*, pp. 152 a 187; de CASTRO, *El negocio jurídico*, Madrid, 1967, pp. 425 a 429 y 435 a 439; GARRIGUES, *Negocios fiduciarios...*, *cit.*, pp. 95, 96 a 98; y COING, *op. cit.*, pp. 82 a 85.

(9) Las entidades de inversión que se crean en el siglo XIX son instituciones, en su mayoría, de naturaleza societaria, cuya actividad consiste, de modo general, en la participación en cualquier tipo de operación financiera (así por ejemplo, la *Sociedad General de los Países Bajos para favorecer la industria nacional*, creada en Bruselas en 1822, y que más tarde, en 1832, pasará a denominarse *Société Générale de Belgique*; la *Omnium Société Civile Genovaise d'Emploi de Fonds*, constituida en Suiza en 1849; la *Société Générale de Credit Mobilier*, creada en Suiza en 1852; la *Aktiengesellschaft für Rheinisch-Westfälische Industrie*, constituida en Alemania en 1871; la *Association Financière de Genève*, fundada en Suiza en 1872; y la *Société financière Franco-Suisse* de 1892; sobre ellas, *vid.* de LANDER, *Les Investment Trusts*, París, 1929, pp. 304 a 309; JOUBERT, *Les Sociétés de Placement à long terme en valeurs mobilières ou “Investment-Trust”*, Aix-en-Provence, 1931, pp. 114 a 119; ARGENZIANO, *L'investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari*, Milán, 1952, pp. 6 a 8; LIBONATI, *Holding...*, *cit.*, pp. 467 y 468. Y lo mismo debe decirse respecto de las entidades creadas en el primer tercio del siglo XX (por ejemplo, la berlinesa *Zickertsche Kapitalverein* de 1923 —con la estructura de una asociación sin capacidad jurídica—, las muniqueas *Commercial Investment Trust AG* y la *Bayerische Investment Trust AG* de 1926 —estructuradas bajo la forma de sociedades por acciones—, y las francesas *Compagnie Française de Placement* de 1925 y *Société Financière de l'Est* de 1929 —las dos con estructura societaria—; sobre ellas, *vid.* JOUBERT, *op. cit.*, pp. 147 y 150; BAROCKA, *op. cit.*, p. 22; NEUBURGER, “Einleitung”, en SIARA, y TORMANN, *Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. april 1957*, con introducción de NEUBURGER, Frankfurt am Main, 1957, p. 7; BAUM, *op. cit.*, pp. 3 y 4; vom BERGE und HERRENDORFF, *op. cit.*, p. 3; LIBONATI, *Holding...*, *cit.*, p. 474; SCHÄCKER, *op. cit.*, p. 26.

do⁽¹⁰⁾. Y ese mismo modelo es el que, en la actualidad, recogen todas las normativas continentales sobre FI.

Así, en Italia, el TUF (el DL núm. 58, de 24 de febrero de 1998, que prevé el Texto Único en materia de mercados financieros) dice del FI que es un *patrimonio autónomo* (art. 36.6), gestionado profesionalmente por una sociedad especializada y custodiado por una ED, que actuarán siempre en interés de los aportantes de los capitales con los que se conforma dicho patrimonio (arts. 33, 36.1, 36.2 y 36.4).

En Francia, el CMF (el Código Monetario y Financiero de 2000) y la Ley de Seguridad Financiera de 2003, que lo modifica en algunos aspectos, califican al FI de institución carente de personalidad jurídica; en concreto, lo consideran una comunidad sobre instrumentos financieros y depósitos, aunque con la particularidad de que no le son aplicables las normas del *Code civil* relativas a la indivisión (arts. 214.20 y 214.22 del CMF). La administración del FI competirá a una SG (arts. 214.24 y 214.25 del CMF) y la custodia de los activos del patrimonio y la vigilancia de la gestión llevada por la SG corresponderá a una ED (arts. 214.24 y 214.26 del CMF).

En Alemania, la InvG (la *Investmentgesetz* de 15 de diciembre de 2003) recoge dos modelos alternativos de ordenación jurídico-real: el primero consiste en conferir la titularidad de los bienes que componen el fondo a la comunidad de los inversores; el segundo, por su parte, en atribuírsela, aun con el carácter de fiduciaria, a la SG (parágrafo 30.1). El régimen jurídico que se fija, a efectos de ofrecer la misma tutela al inversor, será, con todo, unitario, pues ambos modelos se construyen sobre un patrimonio separado (parágrafos 2.2 y 30). Por lo demás, la gestión de ese patrimonio se encomendará a una SG (parágrafos 9 y 31), y las tareas de custodia, control, emisión de participaciones y garantía de los derechos de los inversores, a una ED (parágrafos 22 a 28).

En Suiza, la LPCC (*“Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux”* de 23 de junio de 2006) define las inversiones colectivas como las aportaciones hechas por los inversores para que sean administradas colectivamente y en su favor (art. 7). Y el FI es el modelo de inversión que se construye sobre un *contrato de inversión colectiva* o *contrato de fondo de inversión*, en virtud del cual la *dirección* se compromete a hacer participar al inversor de forma proporcional a las participaciones que adquiere en el fondo, y a gestionar dicho fondo de forma autónoma y en su propio nombre, siguiendo las prescripciones del contrato que rige la institución (arts. 8.3 y 25). La custodia de los activos del fondo, la emisión y rescate de participaciones, el servicio de caja y el control sobre la SG quedan confiados a la ED (art. 73).

En línea con los ordenamientos continentales, también el legislador español opta por la fisonomía del FI originariamente modelado por la praxis suiza. En el art. 3.1 de

⁽¹⁰⁾ A saber, en la KAGG alemana, de 18 de abril de 1957; en el Decreto francés núm. 57-1342, de 28 de diciembre de 1957; en la Ley austríaca de FI de 10 de julio de 1963; en el DL español 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio; y en la Ley federal suiza de 1 de julio de 1966. En Italia, a pesar de que ya existía una Ley sobre la actividad de las sociedades y las entidades de gestión fiduciaria de bienes (el RDL núm. 1598, de 26 de octubre de 1933), no se publicó ninguna norma específica sobre FI en esas fechas (habrá de esperarse hasta 1983), mas la “construcción suiza” sí se dejó notar en los diversos proyectos de ley que se presentaron: por ejemplo, en el núm. 763 de 22 de septiembre de 1964, rubricado *Disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, y en los posteriores que se sacaron en 1967, 1968, 1969 y 1970.

la actual Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, se dice que los FI son (...) *patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, (...), cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.*

2. El fondo como patrimonio separado

1. El presupuesto para que la inversión por medio de un FI pueda encauzar un modelo en virtud del cual el inversor asuma un riesgo limitado, radica en que el patrimonio conformado con sus ahorros revista la naturaleza de separado. Y, en efecto, ningún legislador ha dudado en reconocerlo. El esquema organizativo de los FI gira en torno a un patrimonio afectado a un determinado fin y regido, con respecto a los patrimonios generales de los inversores, la SG y la ED, por unos regímenes de administración y responsabilidad diferenciados. A este respecto, los diversos bienes que integran el patrimonio del FI, independientes por naturaleza y con significación autónoma para el tráfico (valores mobiliarios de diferente tipo, dinero, etc.), formarán económicamente un todo unitario por su destino común. Y esta universalidad quedará sujeta a la satisfacción de los créditos de una categoría de acreedores, a saber, “los acreedores del mismo fondo” o, mejor dicho, los acreedores resultantes de las obligaciones contraídas en las operaciones relativas al FI que deciden y ejecutan la SG y la ED⁽¹¹⁾. Por ello, un eventual reconocimiento de la extensión de la responsabilidad personal del inversor más allá de lo que su participación patrimonial en el fondo

⁽¹¹⁾ En España, la autonomía patrimonial del fondo se prevé en dos preceptos de la Ley 35/2003: en primer lugar, en el art. 3.1, que, definiendo los FI, los configura como *patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores* (es menester advertir que, técnicamente, no es lo más correcto referirse a “patrimonios sin personalidad jurídica”, por cuanto la personalidad sólo podría adquirirla la organización que se crease en torno al patrimonio en cuestión; en un sentido parecido, BADOSA, “Examen de tres ‘esquemas fiduciarios’ en el Derecho español (La venta en garantía, la legitimación dispositiva sobre bienes con titular y la gestión de patrimonios sin titular)”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, tomo I, *Derecho civil. Parte general*, Madrid, 2003, pp. 231 y 233, y, en segundo lugar, en el art. 6 de la Ley 35/2003, que, refiriéndose en concreto al patrimonio de inversión, dice así: *El patrimonio de los fondos de inversión se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado. El patrimonio de los fondos de inversión no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarios.* En legislación comparada, la autonomía o especialidad del patrimonio se prevé en todas las leyes, ya sea porque expresamente se señala esta especialidad, ya porque se infiere de la no afectación de aquél por las obligaciones contraídas por la SG y la ED fuera de sus actividades relacionadas con el FI e, incluso, porque se prescribe la responsabilidad limitada del partícipe a lo aportado en concepto de inversión; en el TUF, el art. 36.6; en el CMF, los arts. 214.6 y 214.23; en la InvG, los números 2 y 6 del párrafo 2 y los párrafos 30.2, 31.2 y 31.3, y en la LPCC, los arts. 33.2 y 35).

podiera garantizar no podría ser aceptado⁽¹²⁾. Por su parte, y por lo que respecta a la SG y la ED, la autonomía del fondo comportará sencillamente que el patrimonio de inversión sólo venga afectado a la satisfacción de las deudas que se deriven de obligaciones que contraigan en el ejercicio de sus funciones en favor del FI; en consecuencia, la garantía patrimonial de los acreedores resultantes de sus obligaciones personales queda exclusivamente limitada al patrimonio personal⁽¹³⁾.

2. Por lo demás, y en su condición de patrimonio separado afectado a un fin concreto, el fondo quedará regido, en cuanto a su composición, por el principio de subrogación real⁽¹⁴⁾. Se establece, así, una eficacia real directa, en el sentido de que al

(12) Vid. CANARIS, *Bankvertragsrecht*, tomo III-3, Berlín-Nueva York, 1981, pp. 1230 y 1239; cfr. también, VISENTINI, “Riflessioni in tema di fondi comuni d’investimento con riferimento al disegno di legge governativo”, en *Rivista delle società*, 1969, p. 1198; GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 1999/2000, p. 219.

(13) Por lo que respecta a la doctrina, la autonomía patrimonial no ofrece discusión; *vid.*, por ejemplo, von CAEMMERER, *op. cit.*, p. 45; SIARA, y TORMANN, *op. cit.*, pp. 32 y 33; EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 24 a 26 y 76; LIBONATI, *Holding...*, *cit.*, p. 492; GRAULICH, *Die Rechtsverhältnisse der Sondervermögen (Investmentfonds) nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften im Vergleich zu den Rechtsverhältnissen anderer Sondervermögen des Privatrechts*, Mainz, 1968, pp. 16 a 34; CORRADO, “L’investment trust nell’ordinamento italiano”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1963, pp. 391 y 392; WENDT, *Treuhandverhältnisse nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*, Münster 1968, pp. 40 a 57; COLOMBO, “L’introduzione dell’investment trust in Italia”, en AA.VV., *L’investment trust nelle esperienze e nei progretti europei*, Pádova, 1967, pp. 282, 287 y 288; JAEGER, “Sui fondi comuni di investimento”, en *Rivista delle società*, 1969, p. 1129; CASTELLANO, “Per una qualificazione giuridica dei fondi d’investimento mobiliare”, en *Rivista delle società*, 1969, p. 1150; NIGRO, “I fondi comuni di investimento mobiliare. Struttura e natura giuridica”, en *Rivista trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1969, pp. 1548 a 1552 y 1598 y ss. (ID., voz: “Investment Trust”, en *Enciclopedia del Diritto*, vol. XXII, Milán, 1972, pp. 701 y 702); CANARIS, *op. cit.*, pp. 1221 y 1222 y 1224 a 1227; LENER, “Costituzione e gestione dei fondi comuni”, en *Il foro italiano*, parte V, 1985, pp. 188 y 191; F. ASCARELLI, “Fondi comuni di investimento”, en *Trattato di Diritto privato*, vol. 16, dirigido por RESCIGNO, 1994, pp. 753 a 755; GALGANO, *op. cit.*, p. 218. En la doctrina francesa y española, sobre la autonomía patrimonial del fondo, *vid.*, por ejemplo, MARTÍN OVIEDO, *Régimen jurídico y fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria*, Madrid, 1967, p. 110; LÓPEZ VAQUÉ, *Sociedades de cartera y Fondos de Inversión*, Madrid, 1965, p. 81, nota al pie núm. 3; VERDERA, “La constitución de los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, p. 29, nota al pie núm. 6; BROSETA, “La Sociedad Gestora en los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, pp. 222, 228 y 232; GÓMEZ SEGADE, “El patrimonio del Fondo”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, p. 287; SÁNCHEZ CALERO, “Deberes de información y balance en los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, pp. 452 y 453, nota al pie núm. 14; MORA, “Estudio sobre la naturaleza jurídica de los fondos de inversión mobiliaria”, en *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense*, núm. 52, 1978, p. 94; VIANDIER, “Les nouveaux fonds communs de placement (Loi n.º 79-594 du 13 juillet 1979)”, en *Revue des Sociétés*, 1980, pp. 247 y 262; FERNÁNDEZ del POZO, y de ALARCÓN, “Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica: Las comunidades funcionales y los fondos de gestión”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 592, p. 629; BONNEAU, “Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil”, en *Revue trimestrielle de Droit Civil*, París, 1991, pp. 19 a 21, 25 y 29; PALÁ LAGUNA, “Algunas cuestiones en torno a la responsabilidad de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 65, pp. 83, 88 y 95.

(14) Tal y como se deduce, expresamente, del parágrafo 30.2 de la InvG.

patrimonio separado pertenecerá todo lo que, en el ejercicio de las funciones que les correspondan a la SG y la ED, se adquiera con los bienes y derechos de tal patrimonio (dividendos, intereses, derechos de suscripción, el producto obtenido por la venta de activos del fondo, etc.) y todo lo que se reciba como resarcimiento de un derecho de ese patrimonio (se entiende que por destrucción, privación o daño de cualquiera de los que lo integren). Tales activos pasarán *ipso iure* a formar parte del patrimonio separado, siendo innecesario que se celebre un nuevo negocio jurídico que sirva a la transmisión mencionada⁽¹⁵⁾. El principio de subrogación real, aunque no señalado por todas las leyes, sí debe entenderse vigente atendiendo a la naturaleza jurídica del fondo, se convierte, en este sentido, en un mecanismo idóneo para proteger la unidad e identidad patrimonial. En buena lógica con la racionalidad de este principio, los derechos derivados de la esfera de las relaciones jurídicas entre la SG, la ED y los partícipes quedarán al margen de lo que pueda ser objeto de subrogación, por tratarse, precisamente, de derechos que no forman parte del patrimonio separado.

3. La relación jurídica entre los inversores

1. No ha sido una posición aislada en la doctrina acudir al concepto de sociedad para explicar la relación entre los inversores⁽¹⁶⁾. Quienes defienden la tesis societaria

(15) Se prescribe, en definitiva, un acrecimiento imperativo del patrimonio separado. Que la subrogación no depende de la voluntad de la SG ha sido destacado por GESSLER, “Das Recht der Investmentgesellschaften und ihrer Zertifikatsinhaber”, en *Wertpapiermitteilungen-Zeitschrift für Wirtschaft- und Bankrecht*, 1957, anexo especial, núm. 4, p. 15; SIARA, y TORMANN, *op. cit.*, pp. 32 y 33; vom BERGE und HERRENDORFF, *op. cit.*, p. 45; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 88 y 89; GRAULICH, *op. cit.*, pp. 23, 83 y 84; WENDT, *op. cit.*, pp. 47 y 48; BAUR, *Investmentgesetze. Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und zum Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile (AuslInvestmG)*, Berlín, 1970, p. 126 (ID., “Inländische Investment-Anteile”, en AA.VV., *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, dirigida por ASSMANN, y SCHÜTZE, Múnich, 1997, pp. 1225 y 1226).

(16) La tesis societaria aparece en cierta doctrina alemana previa a la promulgación de la KAGG de 1957 (se trata, en concreto, de BAROCKA, *op. cit.*, pp. 66 a 69, que desarrolla la tesis asociativa previamente apuntada y finalmente rechazada por MEYER-CORDING, *op. cit.*, pp. 76 a 79) y en un par de trabajos italianos de finales de los años sesenta (son, por un lado, el estudio de NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, pp. 1522 a 1634, que más tarde defiende sus conclusiones en voz: “Investment trust”, *cit.*, pp. 690 a 712, y el artículo de MANZOLINI, “Appunti sulla natura giuridica dei Fondo Comuni d’Investimento”, en AA.VV., *L’istituzione dei Fondi Comuni d’investimento: atti della tavola rotonda tenuta in Monza il 24-26 ottobre 1969*, dirigida por GERACI, y JAEGER, Milán, 1970, pp. 135 a 142). En España, la aportación de la doctrina italiana es recibida por DUQUE, “Participaciones y certificados en los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, pp. 352 a 362. En la misma época (y en la misma obra colectiva), también BROSETA, *op. cit.*, pp. 231 a 233, parece optar por la teoría asociativa. Con posterioridad a DUQUE y BROSETA, la tesis que observa un fenómeno asociativo entre los partícipes se sostiene, en sus líneas principales, por RODRÍGUEZ ARTIGAS, “Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de Inversión)”, en *Revista de Derecho Bancario Bursátil*, núm. 35, 1989, p. 566, TRÍAS SAGNIER, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Madrid, 1998, pp. 293 y 294, nota al pie núm. 22, y PULGAR, *La naturaleza jurídica de los fondos de inversión mobiliaria*, Madrid, 2001, pp. 177 a 233. Por su parte, PIÑEL, “El usufructo de participaciones de Fondos de Inversión Mobiliaria”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, tomo XLII, 2004, pp. 173 y 174, ve en los FI una naturaleza jurídica *cuasi societaria*; y sin caer estrictamente bajo la teoría societaria, pero apuntando algunos de sus argumentos, *vid.* FERNÁNDEZ del POZO, y de ALARCÓN, *op. cit.*, pp. 617 y 657 (*vid.*, sobre todo, pp. 628 y 629; y las reflexiones negativas en las pp. 635, 639, 640 y 653).

observan en la concentración de ahorros de los inversores el reflejo del principio inspirador de cualquier forma asociativa: se buscaría una colaboración para conseguir objetivos que no podrían lograrse de forma individual, o, lo que es lo mismo, existiría una comunidad de fin y de actividad⁽¹⁷⁾. Se estima, además, que el origen negocial del acto constitutivo y la formación de un patrimonio separado al que habrían de referirse los efectos de la actividad desarrollada alojarían a los FI en el campo de las *comunidades de fin* (comunidades funcionales) o en el de los fenómenos asociativos entendidos en sentido amplio⁽¹⁸⁾.

No pugnaría con esta construcción el hecho de que a los partícipes se les prive de las facultades de gestión, puesto que los FI —se dice— no serían sino comunidades funcionales bajo una administración de terceros⁽¹⁹⁾. Tampoco el desconocimiento entre los inversores, por analogía con las sociedades de capitales y las grandes cooperativas, ni la predeterminación del contrato por la SG y la ED, por desvelar ello simplemente su actuación como promotoras (y, consiguientemente, como un mecanismo de representación para con el conjunto de suscriptores), desvirtuarían, como se sostiene, la tesis propuesta⁽²⁰⁾. Y ni siquiera la falta de personalidad jurídica del FI opondría obstáculo alguno, ya que esta circunstancia, según los defensores de la tesis que nos ocupa, sólo serviría para censurar una eventual construcción mediante las figuras societarias con un grado mayor de personificación, mas no para desestimar la presencia de una estructura asociativa, encarnada en un grupo de sujetos que constituiría el centro de imputación de las situaciones jurídicas que conciernen a la masa patrimonial. Esa falta de personalidad —se concluye— no prejuzgaría la naturaleza sustancial del fenómeno y, en consecuencia, no podría esgrimirse para descartar la manifestación de un sujeto con relevancia en el plano jurídico aunque sin representación orgánica para las relaciones externas⁽²¹⁾.

(17) Sosteniendo que la puesta en común de las aportaciones representa la promoción en común de un fin que se materializa en la obtención de una inversión más segura; *vid.* BAROCKA, *op. cit.*, pp. 59, 60, 67 y 68; NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, pp. 1597, 1598, 1614 y 1615, nota al pie núm. 255; MANZOLINI, *op. cit.*, pp. 139 a 142; y DUQUE, *op. cit.*, p. 355, 357 y 359.

(18) Identificando a los FI con comunidades con estructura asociativa (comunidades germánicas indivisas o comunidades funcionales), *vid.* BAROCKA, *op. cit.*, pp. 66 a 69; NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, pp. 1604 y 1605; MANZOLINI, *op. cit.*, pp. 137 a 139; BROSETA, *op. cit.*, p. 232; DUQUE, *op. cit.*, p. 360; FERNÁNDEZ del POZO, y de ALARCÓN, *op. cit.*, pp. 618 y 635 a 657.

(19) *Vid.* NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, pp. 1600 a 1604, 1613, 1615 y 1616; DUQUE, *op. cit.*, p. 354 a 357 y 359.

(20) Esto se colige de BAROCKA, *op. cit.*, p. 68; NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, pp. 1604 a 1608 y 1616; DUQUE, *op. cit.*, p. 357; FERNÁNDEZ del POZO, y de ALARCÓN, *op. cit.*, p. 628.

(21) Descartando la representación orgánica, y proclamando la existencia de un mandato entre los administradores del FI y los inversores, *vid.* NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, pp. 1610 a 1612 y 1617 a 1624 (*cfr.* también, voz: “Investment trust”, *cit.*, pp. 704 y 705); MANZOLINI, *op. cit.*, pp. 139 a 142, y BAROCKA, *op. cit.*, pp. 66 a 69. Para estos autores, la privación de la facultad de gestionar la sociedad sería el motivo de la limitación de responsabilidad de los inversores a su participación en la comunidad

La influencia de la tesis societaria también se ha dejado notar en reciente doctrina española. Se ha sostenido, concretamente, que la figura de la comunidad de bienes serviría para explicar la titularidad de los inversores sobre el patrimonio del fondo, aunque entre ellos, por la presencia de un contrato por el que acordarían realizar aportaciones con el fin de repartir las ganancias en proporción a lo participado, habría una sociedad, tratándose, específicamente, de una sociedad obligacional; es decir, una sociedad que se estructuraría como vínculo y no aquella que se constituiría para tener, con estructura orgánica propia, relaciones externas. En definitiva, el FI se daría a conocer no como una persona jurídica autónoma respecto de los inversores, sino como un patrimonio objeto de su copropiedad⁽²²⁾.

2. A nuestro juicio, sin embargo, el FI presenta una estructura diferente a la societaria. La vertiente referente a la organización de la gestión lo expulsa de ese campo. Eso no implicará, con todo, que su soporte jurídico-real no venga a armarse sobre un patrimonio separado de titularidad colectiva. Así se deduce de las normas europeo-continetales (con alguna particularidad, en cualquier caso, con respecto al Derecho alemán).

En España dice el art. 3.1 de la Ley 35/2003 que los FI son *patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores*. Además, hay que tomar en consideración el art. 5.1 (*La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al patrimonio común*), el art. 6 (*El patrimonio de los fondos de inversión se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos*) y el art. 7.1 (*La participación es cada una de las partes alícuotas en que se divide el patrimonio de un fondo. Las participaciones no tendrán valor nominal...*) del mismo cuerpo legal.

funcional indivisa que conforma la estructura jurídico-patrimonial de la sociedad instituida. Por el contrario, DUQUE, *op. cit.*, pp. 351 y 358 a 361, opta por la tesis de una sociedad civil con personalidad jurídica y con representación orgánica, y concretamente la personalidad jurídica de la sociedad civil justificaría, según DUQUE, la limitación de la responsabilidad del inversor a lo efectivamente aportado en concepto de inversión. Esta diferente interpretación obedece, no obstante, a la ausencia en la normativa española de la época a una referencia expresa sobre la falta de personalidad jurídica del FI. Más actualmente, FERNÁNDEZ del POZO, y de ALARCÓN, *op. cit.*, pp. 627 y 650 a 653, sostienen que, aunque no sean partes integrantes del FI, la SG y la ED tienen amplias facultades de gestión, administración y custodia, y emiten y ejecutan la voluntad de los FI, pareciéndose en gran medida a los órganos administrativos de una SA, lo que reflejaría una *cuasipersonificación* del FI (y de ahí la limitación de la responsabilidad del inversor, *op. cit.*, pp. 644 a 646).

⁽²²⁾ Quiere decirse, con apoyo en el art. 1669 del CC, que entre los partícipes existiría una sociedad de carácter obligacional, aunque no interna en el sentido de oculta, ya que la SG, con su actuación, manifestaría ante terceros la existencia del FI. *Vid.* el contenido completo de esta interpretación en PULGAR, *op. cit.*, pp. 179 y 182 a 233.

La posibilidad de que algún autor pudiera dar una interpretación muy parecida a la expuesta por PULGAR ya había sido apuntada en la primera doctrina alemana (*vid.* al respecto, EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, p. 152). Y, aunque refiriéndose a los Planes y Fondos de Pensiones, SÁNCHEZ CALERO, “Delimitación y notas características de los Planes de Pensiones”, en AA.VV., *Régimen jurídico de los Planes y Fondos de Pensiones*, Madrid, 1989, pp. 22 a 28, también distingue, en primer lugar, el plano jurídico-obligacional y el plano jurídico-real, y a continuación, acude al concepto amplio de sociedad, añadiendo que se crea un patrimonio de titularidad imputable a los partícipes, derivándose el nacimiento de un ente asociativo carente de personalidad jurídica, de modo que las partes del contrato se relacionarían entre sí de forma directa.

Por lo que respecta al ordenamiento francés, el art. 214.20 del CMF indica que el FI, *que no tiene personalidad jurídica, será una copropiedad de instrumentos financieros y depósitos cuyas participaciones serán emitidas y rescatadas a petición de sus tenedores por un valor liquidativo aumentado o disminuido, según el caso, por los gastos y las comisiones. No se aplicará al fondo común de inversión lo dispuesto por el Código Civil en relación con la indivisión, ni por los artículos 1871 al 1873 del mismo Código en relación con las sociedades en participación.*

En cuanto al TUF italiano, se habla en su art. 36.6 de *fondo común*, al que atribuye carácter de *patrimonio autónomo*, distinto a todos los efectos del patrimonio de la gestora, del patrimonio de los partícipes y de otros patrimonios gestionados por la misma SG.

Respecto del ordenamiento suizo, por su parte, y pese a que no conste de forma expresa, no parece arriesgado interpretar la estructura jurídico-real que prevé conforme a la construcción comunitaria; así puede inferirse del primer párrafo del art. 35 de la LPCC, donde se instituye un derecho de separación del patrimonio del fondo en el concurso de la gestora, y del art. 86, donde se alude expresamente a la *comunidad de los inversores* ⁽²³⁾.

En relación con el Derecho alemán, la nota caracterizadora es que proporciona una doble posibilidad de estructuración jurídico-real (art. 30.1 de la InvG): de una parte, que el patrimonio de inversión pertenezca a la comunidad de los inversores (*Miteigentumslösung*), y, de otra, que pertenezca fiduciariamente a quienes lo gestionan (*Treuhandlösung*). El primer modelo se construye mediante lo que denominan *Treumachtlösung* o “relación fiduciaria fundamentada en un poder determinado *ex lege*” (en virtud de esta relación, no hay una transmisión de bienes del inversor a la SG, quien se encontrará legalmente autorizada a disponer del bien en su nombre y a ejercitar los derechos derivados de ese bien, recayendo de forma directa los efectos derivados de tal ejercicio sobre el inversor-titular del derecho) ⁽²⁴⁾. El segundo modelo se construirá mediante la *Vollrechtstreuhand* o fidu-

(23) Algunos autores, sin embargo, no respaldan esta interpretación y se inclinan por postular que el patrimonio de inversión es objeto de titularidad fiduciaria de la SG, aun cuando esta circunstancia no figure expresamente en el texto legal. Entienden que ello podría colegirse del redactado del que actualmente sería el art. 78.1, según el cual el inversor, con la aportación que realiza, se convierte en acreedor de la gestora (si bien añade la Ley *bajo la forma de una participación en el patrimonio y en los beneficios*). En el mismo sentido, el art. 11, refiriéndose a las participaciones en un FI, señala que son créditos contra la SG que tienen por objeto la participación de los inversores en el fondo y en los beneficios. También esgrimen la falta de facultades de administración y disposición de los partícipes, la imposibilidad de que impartan instrucciones de gestión a la SG, la imposibilidad de recuperar su participación *in natura* y, por último, la necesaria inscripción de los bienes inmuebles que conforman el patrimonio de un FI de tipo inmobiliario a nombre de la SG (lo que actualmente queda desvirtuado por el actual redactado de la LPCC). Véase esta interpretación en BÄR, “Zum Gesetzentwurf über die Anlagefonds (Investmenttrusts)”, en *Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins*, 1962, pp. 292 y 293, y AMON, *Über die Eigentumsverhältnisse bei den schweizerischen Investmenttrusts*, Berna, 1965, pp. 27, 28, 30 y ss. y 45, que son citados por WENDT, *op. cit.*, pp. 32 y 33; *vid.* también, GUHL, *Das Schweizerische Obligationenrecht*, ed. revisada de MERZ, y KUMER, por KOLLER, y DRUEY, Zürich, 1991, p. 523.

(24) *Vid.* von PANNWITZ, *Verfügmacht und Verfügungsbeschränkung der Kapitalanlagegesellschaft nach Par. 8 Abs. I und II KAGG*, Munich, 1961, pp. 20 a 23, 41 y 42; EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 20, 59 y 60; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 59 y 60; GRAULICH, *op. cit.*, pp. 24 y 25; REUTER, *Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilhaber*, Frankfurt, 1965, p. 106; WENDT, *op. cit.*, pp. 15 y 117; CANARIS, *op. cit.*, pp. 1223 y 1229; THIEL, *op. cit.*, p. 59; BAUR, *Investmentgesetze*, *cit.*, p. 153; OHL, *Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investmentdreiecks*, Berlin, 1989, pp. 48 a 55; SCHÖNLE, *Bank- und Börsenrecht*, München, 1971, p. 283.

cia romana (en el aspecto de las relaciones externas, la SG tendrá, como titular jurídico-formal del patrimonio, un amplio poder de administración y disposición, mientras que en la relación interna frente a los inversores, se encontrará vinculada a la defensa de sus intereses)⁽²⁵⁾.

Para articular una línea argumental en defensa de la interpretación que contempla el FI como un patrimonio colectivo sin organización societaria, hay que apoyarse primeramente en la ausencia de una comunidad de fin. En efecto, no existirá entre los inversores ningún fin que los mancomune, o en otras palabras, no se advertirá entre ellos un fin social común que se superponga sobre el interés individual. Lo que significa que el interés de los inversores es un interés individual. Esta omisión de obligaciones de carácter societario se advierte, además, desde el momento inicial en el que los inversores pasan a ser partícipes de un FI, ya que éstos no adquieren obligaciones societarias de contribución o desembolso⁽²⁶⁾. Falta una relación obligatoria por la que asuman un compromiso de aportación de ahorros en común. La suscripción de participaciones sólo implicará pactar un negocio jurídico con la SG, y esa suscripción requerirá un desembolso inmediato de lo que pretenda invertirse, sin que quepa, así, un concepto societario como el de los dividendos pasivos para las deudas de aportación. La adquisición de la condición de titular de participaciones de un FI se producirá, pues, en virtud del negocio jurídico de suscripción por el que el inversor realiza la aportación patrimonial correspondiente a cambio de las participaciones que suscribe, resultando, de este modo, inadmisibles suscripciones sin aquella aportación.

Lo contrario supondría permitir la distribución de participaciones a costa de los partícipes que ya han satisfecho el valor de las que hayan adquirido (o, lo que es lo mismo, los que ya son partícipes por haber realizado sus aportaciones verían reducido el valor de sus participaciones, puesto que habría más participaciones en circulación sin la contrapartida del incremento patrimonial del fondo)⁽²⁷⁾. El importe o valor liquidativo de cada

(25) Cfr. GERICHKE, "Rechtsfragen zum Investmentsparen", en *Der Betrieb*, 1959, p. 1276; EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 16 y 17; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 58 a 60; WENDT, *op. cit.* pp. 11 a 14; BAUR, *Investmentgesetze, cit.*, pp. 123 y 124; OHL, *op. cit.*, p. 28.

(26) Vid. ANGELI, "Natura dei certificati rappresentativo delle quote di partecipazione ai Fondi Comuni di Investimento", en AA.VV., *L'istituzione dei Fondi Comuni d'investimento: atti della tavola rotonda tenuta in Monza il 24-26 ottobre 1969*, dirigido por GERACI y JAEGER, Milán, 1970, p. 69.

(27) Igualmente, tampoco podrá admitirse la emisión de participaciones contra un pago a plazos; vid. BAROCKA, *op. cit.*, p. 131; CONSBRUCH, "Investmentsparen gesetzlich geschützt", en *Der Betriebs-Berater*, 1957, p. 340; SIARA, y TORMANN, *op. cit.*, p. 63; von CAEMMERER, *op. cit.*, p. 45 y 47; BAUM, *op. cit.*, p. 145; SCHÄCKER, *op. cit.*, p. 124; GRAULICH, *op. cit.*, p. 88; SOTRIFER, "Le Kapitalanlagegesellschaften tedesche", en AA.VV., *L'Investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Pádova, 1967, p. 210; BAUR, "Inländische Investment-Anteile", *cit.*, p. 754.

Sin referencias al pago a plazos, pero reseñando la obligatoriedad del pago íntegro, vid. EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, p. 103; PERLETTI, "Gli investment trusts contrattuali svizzeri", en AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Pádova, 1967, p. 94; SCHÖNLE, *op. cit.*, pp. 283 y 284; DUQUE, *op. cit.*, p. 347.

nueva participación ⁽²⁸⁾ vendrá fijado por la SG tras dividir el patrimonio neto del fondo por el número de participaciones en circulación; patrimonio en cuya valoración deberán en todo caso considerarse los rendimientos (positivos o negativos) obtenidos por las rentas generadas por los activos patrimoniales del fondo y las plusvalías o minusvalías que el valor de mercado de tales activos experimentan respecto de su precio de coste. En ningún caso son admisibles las aportaciones de industria ⁽²⁹⁾.

Por razón de la ausencia de obligaciones recíprocas, al partícipe no podrá reconocérsele ni una *actio pro socio* ni una acción social para exigir a otros inversores la aportación patrimonial. La previsión de una acción social, además, tendría que venir acompañada de la creación de un órgano que, al modo de una Junta General, fuera el canal de emisión de la voluntad colectiva de los partícipes, algo que no se prevé en ninguna de las leyes europeo-continenciales. La consecuencia lógica de no contraerse obligaciones en atención a un fin común es que el inversor nunca podrá excepcionar la nulidad de su relación jurídico-contractual como consecuencia de los vicios incurridos en la contratación por otros inversores.

Otro de los motivos de objeción que puede aducirse contra la tesis societaria deriva de la inexistencia de una comunidad de actividad. Quiere ello decir que el inversor no tiene intención de ejercitar actividad empresarial alguna, ni siquiera en común con otras personas. Sólo busca una inversión segura, sin *animus societatis*, si bien es consciente de que el fin último de la inversión segura (a saber, la diversificación de riesgos) únicamente puede conseguirse mediante la reunión de ahorros de una multitud de personas, conformando un vasto patrimonio. El hecho, pues, de que sea una entidad gestora profesional a quien queda confiado el desarrollo de la inversión colectiva conectará la pretensión del partícipe de lograr una inversión de riesgo controlado con su propósito de no ejercitar activamente ninguna actividad de empresa. Hay que subrayar que ni siquiera existe la posibilidad de desarrollar una gestión ocasional en concepto de alta dirección. La cesión integral de los poderes de gestión a un tercero, sin posibilidad de que el inversor pueda intervenir siquiera de manera ocasional en forma de alta dirección, comportará una clara falta de colaboración asociada. Con todo, difícilmente podría ejercitar una gestión superior, cuando, como ya se ha apuntado, no existen mecanismos organizativos con atribución de especiales esferas de competencia que pudieran posibilitarla. El único objetivo de los inversores consistirá en realizar aportaciones a cambio de una participación en el valor de los activos que integran el patrimonio que se conforma. No habrá entre ellos ningún fin, ni de lucro ni de cualquier otro tipo, que los mancomune y que vaya a obtenerse mediante un ejercicio en común de una actividad. Sin voluntad de ejercitar actividad alguna, el fin de cada inversor se agotará en la adquisición de participaciones. Esta falta de comunidad de fin y de actividad hará que, respecto de la relación entre cada inversor y quienes gestionan sus ahorros, sólo puedan observarse fines individuales, que serán

⁽²⁸⁾ La Ley 35/2003 señala expresamente, en su art. 7.1, que *Las participaciones no tendrán valor nominal (...)*. Para su procedimiento de cálculo, *vid.* el art. 48 del Reglamento de la Ley 35/2003.

⁽²⁹⁾ *Vid.* BAUR, *Investmentgesetze*, *cit.*, p. 248.

fruto de relaciones contractuales de cambio⁽³⁰⁾: el de cada inversor, que busca beneficiarse de la prestación de gestión, y el del gestor, que aspira a obtener la remuneración pactada⁽³¹⁾.

Así pues, las aportaciones de los inversores no se destinan a la constitución de un patrimonio social, ya que sólo tienen por objeto la conformación de un patrimonio colectivo. Las relaciones de los inversores con la SG y ED se estructurarán mediante relaciones jurídicas bilaterales que se derivan de la adquisición de las participaciones en dicho patrimonio. La realización de la aportación patrimonial constituirá un acto de ejecución por el inversor del negocio jurídico pactado, o, en otras palabras, representará un acto concluyente de la suscripción con el significado de anticipo forzoso para la ejecución de las prestaciones que competen a la SG y la ED. En definitiva, la suscripción se configura como una conducta relevante por la que se manifiesta libremente el consentimiento del inversor, representando una declaración de voluntad que viene acompañada de una contrapartida patrimonial en favor del FI. La adquisición de una participación en un FI no implica, por consiguiente, la adquisición de la condición de miembro de una organización, ya que la creación de un FI no da lugar a la constitución de ninguna clase de entidad corporativa para la articulación y vertebración del conjunto de los inversores. No se creará, en este sentido, una organización como instrumento de convergencia de las voluntades singulares de los inversores y como categoría autónoma titular de derechos y obligaciones, a cuyo ejercicio, en virtud de un supuesto vínculo asociativo, han renunciado dichos inversores de forma más o menos intensa. Presumir en el inversor una voluntad favorecedora a la construcción de una relación societaria supondría extender excesivamente los límites de las ficciones de la voluntad. De este modo, en lugar de un fin común y de una promoción mancomunada de éste, se manifestará entre los inversores un interés uniforme, un fin y causa homogeneizadas para todos ellos, por su condición de meros adherentes a unos contratos predeterminados. Ello hace que los efectos de las prestaciones a cargo de la SG y la ED repercutan igualmente en todos y cada uno de los inversores, con lo que, al no haber ninguna suerte de organización societaria, no existe la comunidad de riesgos (en lo favorable y lo adverso) propia del concepto de sociedad, sino una afectación unitaria de aquellos efectos al conjunto de fines individuales. El patrimonio colectivo se convierte, así, en el instrumento con el cual quienes tienen encomendada en exclusiva la actividad empresarial de gestión,

(30) Como dice GIRÓN, *Derecho de Sociedades*, tomo I, *Parte General, Sociedades Colectivas y Comanditarias*, Madrid, 1976, pp. 53 y 54: (...) *atipicidad no supone ilicitud. En la práctica, se da una gradación que puede llevar hasta inclinar la figura en el sentido de puros contratos de cambio. Normalmente sucede esto si se elimina toda colaboración y control.*

(31) Precisamente, la única obligación que contraen los inversores de un FI es el pago de las comisiones que se establezcan en las condiciones contractuales. Y tal pago deberá hacerse deduciendo del patrimonio conformado el porcentaje aplicable. Aunque, al no tener los inversores la disponibilidad inmediata de los bienes de dicho patrimonio, no existirá una libre autodeterminación en su persona para el cumplimiento de su obligación. No puede, por ello, operar el mecanismo de la exigencia de obligaciones “inter partípes”, ni por acción social ni por acción individual.

administración y custodia sobre el patrimonio de inversión satisfacen el fin individual de cada inversor⁽³²⁾.

Y es que no puede obviarse que los fenómenos de prestaciones convergentes no resultan exclusivos de las sociedades⁽³³⁾, y una clara muestra de ello se descubre en los FI con las relaciones jurídicas de los inversores con la SG y la ED. En efecto, tras los recursos aportados en concepto de ejecución del contrato de suscripción, el inversor se convierte en cotitular de los bienes que componen el patrimonio⁽³⁴⁾. Luego la comunidad sobre tales bienes no nace porque los inversores hayan decidido reunir sus fuerzas y proceder a una acción común, unidos por un fin que podría ser el logro de un determinado *optimum* de inversión. Es decir, la comunidad jurídico-real no se deriva de la comunidad de actividad como contribución conjunta a la obtención de un fin común. Antes al contrario, esa comunidad engarza con la aceptación incondicionada por cada inversor de los criterios contractuales predispuestos en las condiciones generales del contrato preformulado por la SG y la ED y que se reflejan en el Reglamento de Gestión (RG) y en el Folleto Explicativo (FE). El interés de los inversores, que es interés ajeno para la SG y la ED, se encuentra objetivamente referido a un patrimonio que se integra de las aportaciones realizadas por todos los ahorradores. Por ello, en vez de un fin común y de una promoción mancomunada de éste, sólo existe un interés uniforme que es producto de las funciones que de forma unitaria desarrollan la SG y la ED, revelándose, así, la pluralidad de fines individuales homogéneos referida⁽³⁵⁾.

(32) Aunque sin una argumentación conceptual extensa, la doctrina que ha negado la tesis societaria ha esgrimido la ausencia de un fin común y de una promoción mancomunada del fin; *cf.* BOVERI, *op. cit.*, p. 22; MEYER-CORDING, *op. cit.*, pp. 77 y 78; SPOERRI, *op. cit.*, pp. 161 a 165; SCHULER, "Die Kapitalanlagegesellschaften, ihre Sondervermögen und Anteilscheine", en *Neue Juristische Wochenschrift*, 1957, p. 1052; LIBONATI, "Società di investimento e investment trust", en *Rivista delle società*, 1958, p. 319 (ID., *Holding... cit.*, pp. 501 a 513); BAUM, *op. cit.*, p. 99; vom BERGE und HERRENDORFF, *op. cit.*, pp. 13, 14 y 80; EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 152 y 153; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 127 y 128; REUTER, *op. cit.*, p. 162; WENDT, *op. cit.*, p. 86; ROTH, *op. cit.*, pp. 117 y 124; VIANDIER, *op. cit.*, pp. 248, 249, 251 y 259; CANARIS, *op. cit.*, pp. 1186 y 1187; THIEL, *op. cit.*, p. 192 a 200; TRAVERSI, *La disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare e dei titoli atipici. Lege 23 marzo 1983, n. 77*, Florencia, 1983, p. 125; LENER, *op. cit.*, p. 187; GUHL, *op. cit.*, p. 522; GALGANO, *op. cit.*, pp. 219 y 220. En doctrina española, PALÁ LAGUNA, *op. cit.*, pp. 93 y 94, considera que se dan el origen negocial y el fin común, aunque rechaza la tesis societaria por no manifestarse el elemento de la promoción en común.

(33) *Vid.* FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La atipicidad en Derecho de sociedades*, Zaragoza, 1977, pp. 308 y 309, especialmente la nota al pie núm. 60.

(34) Lo mismo se deduce de EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, p. 55.

(35) No se trata, en consecuencia, del *interés común* al que alude el art. 1666 del CC español como vínculo societario. La relación entre cada inversor y la SG y ED es bilateral, mas este rasgo no impide que las prestaciones a cargo de las últimas deban ser ejercitadas en interés de todos los partícipes del FI (esto es lo que también puede desprenderse de MEYER-CORDING, *op. cit.*, p. 78, y de LIBONATI, *Holding... cit.*, pp. 512 y 628; en doctrina más reciente, diferenciando interés común o unitario, consecuencia de la gestión unitaria de la SG, del fin común societario, *vid.* GANDINI, "Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare", en *Contratto e impresa*, 1989, pp. 173 y 174; MEO, "Azione 'comune' e azione 'individuale' contro amministratori e sindaci di società di gestione

Aunque, por regla general, las relaciones jurídico-obligacionales no se regulen con las normas comunitarias, cuando se trate de prestaciones indivisibles a cargo de la SG o de la ED, todos los partícipes quedarán a las resultas de éstas. Es decir, se influirá en la misma medida a la pluralidad de los fines individuales homogéneos. El punto de conexión de esa pluralidad será, específicamente, el patrimonio de inversión. La unidad y autonomía de dicho patrimonio, sustrato objetivo sobre el que se concreta la cotitularidad de los partícipes (o, en su caso, la titularidad fiduciaria del Derecho alemán), permite que, en lo que a la interposición de acciones de cumplimiento de obligaciones y de resarcimiento de daños se refiere, cada uno de ellos deba ser considerado acreedor mancomunado de una obligación indivisible, correspondiéndole la legitimación a la persona actuante en razón de su condición de cotitular (su pretensión pasa de ser individual a convertirse en comunitaria)⁽³⁶⁾.

3. Llegados a este punto, la cuestión que hay que plantear es la determinación de la naturaleza jurídica de la comunidad patrimonial que se crea y, con ello, la caracterización de la posición jurídico-real del inversor. A este respecto, se ha considerado que la cotitularidad de los inversores sobre el fondo refleja una comunidad de bienes romana, entendiendo que su posición jurídico-real vendría delimitada por la cuota de participación sobre cada uno de los bienes del patrimonio de inversión y por la posibilidad que tienen de ejercitar el rescate de su participación. No obstante, el hecho de que no puedan solicitar la división de la comunidad ha conducido a bastantes autores a desmarcarse de la teoría pura de la comunidad romana y a proclamar la existencia de una comunidad por cuotas especial⁽³⁷⁾. Hay quien esgrime, por su parte, que es el

di fondi comuni mobiliari”, en *Rivista di Diritto Commerciale*, 1986, pp. 185 y 186; FERRI, “Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento”, *Rivista di Diritto Commerciale*, 1992, pp. 69 y 70). Los inversores, en definitiva, se adhieren a unas condiciones generales, y la SG y la ED, de acuerdo con las exigencias del interés objeto de los contratos, se obligará a realizar, por cuenta y en interés común de todos ellos, una prestación unitaria (la bilateralidad resultante de la contratación mediante condiciones generales también se infiere de EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 88 y 89; y de VIANDIER, *op. cit.*, pp. 248, 249 y 259).

⁽³⁶⁾ Vid. al respecto el art. 1139 del CC español.

⁽³⁷⁾ En esta nota se citan, indistintamente, a quienes se inclinan por la teoría pura y a los que defienden su variante. En Italia, *cfr.* T. ASCARELLI, “Investment trust”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1954, p. 178; LIBONATI, “Società...” *cit.*, pp. 318 a 320 (ID., *Holding...*, *cit.*, pp. 506, 507, 510, 512 y 513); VISENTINI, *op. cit.*, p. 1200; CORRADO, *op. cit.*, p. 413; CASELLI, “Fondi comuni e proprietà”, en *Giustizia civile*, 1984, pp. 84 a 88. En doctrina suíza y alemana, *cfr.* BOVERI, *op. cit.*, pp. 24, 26 a 29 y 55 a 58; SCHÜLER, *op. cit.*, p. 1052; BAROCKA, *op. cit.*, pp. 59 a 61; GESSLER, *op. cit.*, pp. 17 y 24; CONSBRUCH, *op. cit.*, p. 338; von CAEMMERER, *op. cit.*, p. 46, nota al pie núm. 44; SIARA, y TORMANN, *op. cit.*, p. 45; GERICKE, *op. cit.*, p. 1276; BAUM, *op. cit.*, p. 100; BERNER, “Die Pfändung von Investmentzertifikaten und ihre Verwertung”, en *Der Deutsche Rechtspfleger*, 1960, p. 34; von PANNWITZ, *op. cit.*, p. 8; GRAULICH, *op. cit.*, pp. 17 a 19; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 129 y 130; REUTER, *op. cit.*, pp. 126, 127, 162 y 163; BAUR, *Investmentgesetze*, *cit.*, p. 122; SCHÖNLE, *op. cit.*, pp. 283 y 293; COX, “Strukturen der Investmentgesellschaft. Ein Beitrag zur Morphologie und Typologie des Kapitalwertsicherungsbetriebs”, en AA.VV., *Investment Handbuch*, Stuttgart, 1971, p. 52; ROTH, *op. cit.*, pp. 116 y 117; OHL, *op. cit.*, pp. 31, 32 y 118. En doctrina luxemburguesa y francesa, *vid.* DELVAUX, “Les sociétés d’investissement du type ouvert au Grand-Duché de Luxembourg”, en *Rivista delle società*, 1961, pp. 606 a 610; BONNEAU, *op. cit.*, pp. 10 y 11; RIPERT, y ROBLOT, *Traité de Droit commercial*, tomo I y II, París, 1994, p. 1258 (en el tomo II *vid.* la p. 10). En doctrina española,

conjunto de bienes el objeto sobre el que recae la comunidad, lo que imposibilitaría a los inversores disponer de la cuota referida a los bienes concretos del patrimonio, constituyendo ello motivo suficiente para optar, sencillamente, por la comunidad germánica o en mano común⁽³⁸⁾.

Pues bien, hay que partir dejando sentado que los FI, en razón de la teleología con la que están concebidos, son instituciones que se sirven, por regla general, del principio “de puerta abierta”; a saber, permitiendo la libre “entrada y rescate” con anterioridad a que el FI sea disuelto. Además de ello, la participación puede cederse libremente. La disposición, en todo caso, ya sea en concepto de rescate, ya en el de cesión a terceros, tendrá por objeto la cuota ideal que al partícipe le corresponda en el fondo; esto es, el derecho de participación en abstracto⁽³⁹⁾. Se advierte, así, en virtud de la libre transmisibilidad y del derecho al rescate de la cuota, una cierta connotación individualista de la comunidad, que la aproxima a la romana. Sin embargo, los FI parecen alojarse más rigurosamente en el campo de las comunidades germánicas, como claramente se infiere de leyes como la francesa, donde expresamente se establece que las normas relativas a la comunidad indivisa del *Code Civil* no son de aplicación a esta comunidad patrimonial⁽⁴⁰⁾. Nos enfrentamos, en efecto, a una comunidad en la que el patrimonio se encuentra afectado a un fin perdurable de inversión colectiva en favor de un conjunto de inversores. No cabe, por ello, consentir que el partícipe tenga la posibilidad de ejercitar una acción de división del fondo; esto supondría otorgarle un poder dispositivo sobre los bienes patrimoniales y, consecuentemente, dejar en sus manos la posibilidad de disolver una institución que, por razón de su indivisibilidad en su función económica, está concebida con fines de perdurabilidad. Si a cada inversor le fuese reconocida una acción de división, no podría desarrollarse una actividad estable de gestión, toda vez que no podría realizarse ninguna previsión, con lo que la función del negocio de inversión en relación con el resto de los partíci-

puede inferirse su adhesión a la tesis de la comunidad romana, de PRATS, *Mito y realidad de los Fondos de Inversión*, Bilbao, 1971, p. 336; FERNÁNDEZ RUIZ, “Consideraciones en torno a la disolución de los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, p. 521; GARCÍA-VAQUERO, *Los Fondos de Inversión en España*, Servicio de estudios del Banco de España, documento de trabajo núm. 9202, 1992, p. 11; TAPIA HERMIDA, *Sociedades y Fondos de inversión y Fondos de titulización*, Madrid, 1998, pp. 93, 159, 162 y 163; URÍA, *Derecho Mercantil*, Madrid, 1999, p. 450; MADRID, “Instituciones de inversión y financiación colectiva”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ (coordinador), *Derecho mercantil*, tomo I, Barcelona, 2000, p. 459; BROSETA, y MARTÍNEZ SANZ, *Manual de Derecho mercantil*, tomo II, *Contratos mercantiles. Derecho de los títulos valores. Derecho concursal*, Madrid, 2005, p. 291.

⁽³⁸⁾ En este sentido, CANARIS, *op. cit.*, p. 1224.

⁽³⁹⁾ Admitiendo cuotas ideales sobre el fondo, *vid.* MEYER-CORDING, *op. cit.*, p. 79; GERICKE, *op. cit.*, p. 1276; SCHÄCKER, *op. cit.*, p. 126; REUTER, *op. cit.*, p. 163; ROTH, *op. cit.*, p. 117; KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarkrecht*, Colonia, 1995, p. 1591.

⁽⁴⁰⁾ *Vid.* el art. 214-20.

pes, que se concreta en el ofrecimiento a todos ellos de un modelo de inversión duradero, no conseguiría ser encauzada⁽⁴¹⁾.

Como consecuencia del fin al que se afecta el patrimonio del FI y, por consiguiente, del tipo de comunidad que se crea, la posición jurídico-real del inversor en el marco de dicha comunidad se caracterizará por no contemplar una facultad de goce inmediato y de disposición sobre los activos patrimoniales del fondo, aun cuando conserve, en todo caso, la facultad de goce de los rendimientos obtenidos con la gestión desarrollada en su interés y una facultad dispositiva sobre su posición jurídico-económica en el FI⁽⁴²⁾. Partiendo, por ello, de que la afectación y la indivisibilidad patrimonial exigen no reconocer a los inversores-comuneros la disponibilidad sobre las cuotas referidas a bienes concretos del patrimonio, es razonable concluir que se trata de un tipo de comunidad especial; una forma de propiedad colectiva, diversa de la comunidad incidental contemplada en los códigos civiles europeos y más próxima a los supuestos de comunidad en mano común⁽⁴³⁾. En España, será el art. 392.2 del Código Civil (CC) el que permite la creación *ex lege* o *ex contractu* de *otro tipo de comunidades*⁽⁴⁴⁾. Nada impide que, por medio de disposiciones legales o mediante negocios jurídicos privados, a los que habrá de acompañarse alguno de los modos adquisitivos del dominio,

(41) En Derecho positivo, manifestando la inexistencia de la *actio comuni dividundo*, *vid.* el art. 214-22 del CMF y la primera parte del párrafo 38.5 de la InvG. Y en doctrina, que se trata de una comunidad duradera y que no puede ejercitarse una acción de división por las razones señaladas es lo que se infiere también de MEYER-CORDING, *op. cit.*, p. 77; BAROCKA, *op. cit.*, p. 136; BERNER, *op. cit.*, p. 34; LIBONATI, *Holding...*, *cit.*, p. 628; ROLLAND de RAVEL, *Les sociétés d'investissement: Etude Juridique, Économique et Financière*, París, 1959, pp. 90 y 91; SCHÄCKER, *op. cit.*, p. 129; DELVAUX, *op. cit.*, pp. 606 a 610, vom BERGE und HERRENDORFF, *op. cit.*, p. 97; COSTI, "La struttura..." *cit.*, pp. 275 y 276; GRAULICH, *op. cit.*, p. 33; VISENTINI, *op. cit.*, p. 1198; FERRONNIÈRE, y CHILLAZ, *Les Opérations de banque*, París, 1980, p. 867; CANARIS, *op. cit.*, p. 1239; VIANDIER, *op. cit.*, pp. 244, 246, 247 y 249; BONNEAU, *op. cit.*, pp. 4, 6, 7 y 18 a 21; FERNÁNDEZ del POZO, y de ALARCÓN, *op. cit.*, p. 638; RIPERT, y ROBLOT, *op. cit.*, pp. 1258 y 1260 (en el tomo II *vid.* la p. 10); PALÁ LAGUNA, *op. cit.*, pp. 89 y 90; GALGANO, *op. cit.*, p. 219. No parece acertada, por tanto, la interpretación de LÓPEZ VAQUÉ, *Sociedades de Cartera...*, *cit.*, p. 81, cuando sostiene que la comunidad de partícipes puede disolverse si lo acuerda la mayoría prevista en el RG (incurre, además, en el error de observar mayorías en una institución donde no hay asambleas en las que poder conformarlas).

(42) En otras palabras, el inversor ostenta la titularidad sobre la participación o la facultad de disposición última en relación con su parte alícuota en el fondo (podrá venderla o donarla a otras personas y también rescatarla ante la SG). La condición de partícipe es, en este sentido, fungible; *vid.* von CAEMMERER, *op. cit.*, p. 46, y REUTER, *op. cit.*, pp. 106 y 168.

(43) Aun cuando se haya discutido si al comunero de una comunidad germánica le corresponde en general dicha cuota, parece difícil prescindir de ella cuando, verdaderamente, su representación reviste carácter conceptual y auxiliar; *vid.* al respecto LARENZ, y WOLF, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, Múnich, 1997, p. 187.

(44) Este precepto dice así: *A falta de contratos o de disposiciones especiales, se regirá la comunidad por las prescripciones de este título*. Según MIQUEL, *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, tomo V, vol. 2.º, dirigidos por ALBALADEJO, Madrid, 1986, pp. 77 a 88, y en *Comentario del Código Civil*, tomo I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, pp. 1067 y 1072, este redactado debe entenderse como delimitador de modo negativo del supuesto de hecho de la comunidad o, lo que es lo mismo, del régimen jurídico de la comunidad contenido en el Título III del Libro II del CC.

se establezcan tipos de comunidad que se rijan por las especiales reglas previstas para esas situaciones (es el caso, por ejemplo, de la propiedad horizontal de pisos). Y el FI constituirá un verdadero supuesto de creación legal de una comunidad especial⁽⁴⁵⁾.

Dado el carácter con el que se concibe la comunidad patrimonial en los FI, a quien ejerza el rescate se le entregará el valor de la cuota en numerario, acreciendo por igual su cuota jurídico-real sobre los bienes patrimoniales a los partícipes que permanezcan en la comunidad⁽⁴⁶⁾. De ahí que las leyes obliguen a mantener en el fondo un porcentaje mínimo de liquidez⁽⁴⁷⁾. Por lo que respecta a la cesión de la participación, obrará con ella una subrogación plena en la posición jurídica del partícipe cedente. La transferencia de la cuota no se referirá, así, a los diversos bienes que compongan el patrimonio separado, sino a la relación jurídica del partícipe frente a la totalidad de la masa patrimonial y frente a la SG y ED. Esto comporta que no se produzca una transmisión de derechos de un patrimonio a otro, sino, más bien, un cambio en la titularidad. Al no modificarse el estado objetivo del patrimonio, no se aplicarán las formas y normas de la sucesión singular. Con la transmisión operará *ex lege* una sucesión universal, con arreglo a la cual al adquirente se le atribuye en ese momento, *uno actu*, los elementos y cargas del patrimonio colectivo.

4. Con la adopción del modelo de comunidad especial sobre un patrimonio al que las normas le atribuyen la cualidad de separado al mismo tiempo que, algunas como la española, le niegan la personalidad jurídica, no se hará necesario acudir a la creación de un sujeto como centro de imputación de situaciones jurídicas titular del patrimonio de

(45) La creación de una comunidad particular mediante una ley especial se desprende también de MEYER-CORDING, *op. cit.*, pp. 77 y 78; BAROCKA, *op. cit.*, pp. 59, 61, 64 y 65; EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 146 y 147; GERICKE, *op. cit.*, p. 1276; BAUM, *op. cit.*, pp. 100 a 102, especialmente la p. 100; vom BERGE und HERRENDORFF, *op. cit.*, pp. 13, 97 y 114; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 129 y 130; REUTER, *op. cit.*, pp. 126 y 127 y 161 a 163; SOTRIFFER, *op. cit.*, p. 222. En doctrina italiana, refiriéndose a una comunidad especial, *cfr.* GALGANO, *op. cit.*, p. 219, y en doctrina española, *vid.* PALÁ LAGUNA, *op. cit.*, p. 87.

(46) En definitiva, una vez aprobado el rescate por la SG, y ya que ésta operaría “por cuenta de todos los partícipes”, la cuota jurídico-real del inversor-rescatante sobre el conjunto de los bienes se transmite a los que continúan participando como inversores en el FI, cuya cuota jurídico-real acrecerá en igual medida. Es ésta una mera aplicación del acrecimiento de las comunidades de mano común, en las que no puede discutirse la susceptibilidad de separarse y en las que la regulación de los cambios de miembros se hará por vía jurídico-obligacional en dinero. En relación con los FI, *vid.* EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 55 y 56, SCHÄCKER, *op. cit.*, p. 121, REUTER, *op. cit.*, pp. 136 y 138, BAUR, *Investmentgesetze*, *cit.*, p. 229, CANARIS, *op. cit.*, p. 1215, y OHL, *op. cit.*, p. 50.

(47) La regla general no queda desnaturalizada por los supuestos excepcionales en los que las leyes exijan que el reembolso tenga que hacerse *in natura* (por ejemplo, cuando no haya liquidez suficiente); precisamente porque se aplica en casos extraordinarios. En doctrina alemana, la regla general es patrocinada por SIARA, y TORMANN, *op. cit.*, p. 53, aunque también censurada por BAUM, *op. cit.*, p. 147, por considerar que el interés del inversor exige una liquidación *in natura*. Para REUTER, *op. cit.*, p. 137, por su parte, ambos tipos de reembolso son lícitos. En doctrina suiza, aprobando el reembolso *in natura*, *vid.* BOVERI, *op. cit.*, p. 75.

inversión⁽⁴⁸⁾. La ausencia de personalidad de los FI obedecerá, en puridad, a la atribución de la titularidad sobre los bienes del fondo a determinados sujetos. Los legisladores contemplan el fondo como un conjunto de bienes objetivo-patrimoniales de naturaleza jurídica heterogénea con una función instrumental a la inversión. No existe, a este respecto, una organización personificada alrededor de un patrimonio objetivamente destinado a un fin. El fondo debe situarse, por el contrario, en la esfera de los objetos de derecho, tratándose, específicamente, de un bien patrimonial unitario con utilidad económica propia, integrado por diferentes bienes económicos de inversión (o derechos evaluables en dinero), que son los elementos de los que se servirán la SG y la ED para el desarrollo de la inversión colectiva. En cuanto a su administración, regirá la normativa contractual, quedando excluido el régimen de la representación orgánica⁽⁴⁹⁾.

No puede obviarse, además, que, en sus orígenes, la institución del FI nació con la intención de evitarse la creación de un nuevo sujeto de derecho; entre otros, por motivos de orden fiscal⁽⁵⁰⁾. Luego, pese a ser verdad que los FI tienen ciertos atributos propios de

(48) Vid. esta teoría en COSTI, “La struttura...”, *cit.*, pp. 242 a 327, sobre el Proyecto italiano de reforma de las sociedades mercantiles de 1967 (sus conclusiones se mantienen, como puede apreciarse en “Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1984, pp. 303 y 304, incluso después de la promulgación de la Ley italiana de FI de 1983; su construcción se ha seguido por TRAVERSI, *op. cit.*, pp. 126 y 127, y por di MAIO, *I fondi comuni di investimento mobiliare aperti, commento a la legge 23 marzo 1983, n. 77*, Milán, 1983, pp. 51 y 52). A juzgar por COSTI, el hecho de que el Proyecto prive a los FI de personalidad jurídica no impide considerarlos sujetos jurídicos, y aduce, para el sostenimiento de su reflexión, la falta de dotación de significado normativo a la expresión *personalidad jurídica*. Señala, así, que estaríamos ante un sujeto jurídico, con la organización establecida en el RG y dotado de capacidad funcional, conformando el banco y los gestores la representación orgánica del *ente-FI*. La dotación de un patrimonio sería, por lo demás, un elemento indispensable para el ejercicio de la actividad exigida al FI, y se efectuaría mediante la suscripción, que supondría la transferencia de la propiedad de una suma de dinero al FI, caracterizándose la posición de los inversores por conformar un complejo de situaciones subjetivas activas. En definitiva, el FI revestiría la estructura propia de una fundación orientada al desarrollo de una actividad mercantil (*vid.* COSTI, “La struttura...”, *cit.*, pp. 300 a 305 y 311 a 314). Una variante de esta tesis es la de CASTELLANO, *op. cit.*, pp. 1157 a 1162, para quien la titularidad del fondo recaería sobre la SG, mas no como un derecho subjetivo sino como una función. Por eso, el FI sería una fundación no reconocida como persona jurídica o fundación fiduciaria, pudiendo conceptuarse como un autónomo sujeto de derecho, distinto de las personas de los gestores.

(49) En un sentido parecido, F. ASCARELLI, *op. cit.*, p. 752. De ahí que a la tesis de COSTI podría objetársele el que no establezca claramente si los inversores son fundadores, beneficiarios, acreedores o mandatarios (así también, NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, p. 1633), pues al indicar, solamente, que los suscriptores adquieren una condición que se caracteriza por formar un complejo de *situaciones subjetivas activas*, se vierte una calificación insuficiente, por ser una categoría general necesitada de una ulterior determinación.

(50) Criticando la tesis subjetivista del FI, por considerarla no apta para comprender el aspecto jurídico-real de la institución, *vid.* LENER, *op. cit.*, p. 186, y F. ASCARELLI, *op. cit.*, pp. 752 y 753. Por otro lado, también son interesantes las reflexiones de VISENTINI, *op. cit.*, pp. 1199 y 1200, quien, por la misma razón por la que la tradición sistemática ha rechazado dar a la subjetividad una acepción tan amplia como para comprender en ella a la comunidad, tampoco cree que el FI deba reputarse sujeto de derecho (en este sentido, dice que cada concepto vale en cuanto mantiene en el sistema en el que se integra su *individual capacidad comprensiva*, y es claro que si se ensanchan los límites de la subjetividad, se podría incluso llegar a la afirmación de que también un contrato da vida a un sujeto). Otro tipo de objeciones pueden verse en JAEGER, *op. cit.*, pp. 1134 a 1136. En doctrina española, por su parte, rechazando la construcción del FI como fundación, *vid.* DUQUE, *op. cit.*, pp. 352 y 353; FERNÁNDEZ DEL POZO, y DE ALARCÓN, *op. cit.*, pp. 640 a 642; y PULGAR, *op. cit.*, pp. 170 y 171.

entidades subjetivadas (nombre, domicilio, acceso al Registro Mercantil, obligación de llevar una contabilidad similar a la de las sociedades, tratamiento de sujeto por las normas fiscales, etc.), el sometimiento a normas societarias y tributarias en el mismo plano que las sociedades no responderá a otra causa más que a la intención del legislador de servirse de un expediente para aplicar un tratamiento unitario a un grupo de sujetos ⁽⁵¹⁾, para identificar el producto financiero simbolizado por el FI ⁽⁵²⁾ y, en conexión con ello, para impedir el fraude fiscal. Consecuentemente, la apelación al régimen tributario y a los “elementos de subjetivación formales” no pueden tener un peso concluyente en la determinación de la naturaleza jurídica de los FI ⁽⁵³⁾.

4. La relación jurídica entre la SG y la ED

1. La gestión o administración *grosso modo* del patrimonio del FI queda atribuida a la SG y la ED. La primera tiene por objeto la administración, la representación, la gestión de las inversiones y la gestión de las suscripciones y reembolsos de los FI ⁽⁵⁴⁾. En cuanto a la segunda, además de concurrir con la SG en determinados supuestos que afectan a la propia estructura del FI (constitución del FI ⁽⁵⁵⁾, disolución y liquidación del FI ⁽⁵⁶⁾, fusión y escisión del FI ⁽⁵⁷⁾, y sustitución de la SG y la ED ⁽⁵⁸⁾), la tipología

⁽⁵¹⁾ Vid. esto sobre las comunidades de bienes en general en MIQUEL, *Comentarios al Código civil y Compilaciones Forales*, cit., p. 12.

⁽⁵²⁾ Vid. FERRI, *op. cit.*, p. 45, quien correctamente señala que no puede considerarse suficiente la sola referencia a la denominación social de la SG, desde el momento en que se admite la posibilidad de que una misma SG gestione varios FI. Si no se les atribuyera un nombre diferenciado, los fondos gestionados por una misma SG no podrían ser distinguidos entre sí.

⁽⁵³⁾ La futilidad del argumento tributario también se infiere de COSTI, “La struttura...” cit., pp. 257 y 258, y de JAEGER, *op. cit.*, 1138, nota al pie, núm. 73. Y en relación con el expediente formal de la expedición del nombre, un argumento de Derecho positivo viene a proporcionarse en el art. 214-21 del CMF, según el cual *En todos aquellos casos en los que disposiciones relativas a las sociedades y a los valores mobiliarios exijan la indicación de los apellidos, nombre y domicilio del titular del título, así como para cualquier operación realizada por cuenta de los copropietarios, la designación del fondo común de inversión podrá sustituir válidamente a la de todos los copropietarios*. Vid. también el art. 38.3 de la Ley 35/2003, en relación con los FI inmobiliarios, del que se deduce que habrá de realizarse una inscripción en el folio real del inmueble en favor del FI, concebido como una comunidad sin personalidad jurídica y regida por una ley especial pero con acceso al Registro.

⁽⁵⁴⁾ Vid. el art. 40.1 de la Ley 35/2003 y el art. 81.1 del RD de 4 de noviembre de 2005, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva (RIIC). La Ley española establece que las actividades determinadas en ese párrafo primero del art. 40.1 son actividades privativas de las SG (art. 40.6 de la Ley 35/2003) y que, pese a la autorización de que puedan disponer para la realización del resto de las funciones para las que se encuentran facultadas (por ejemplo, la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones), aquéllas revisten el carácter de principales [art. 43.1.b) de la Ley 35/2003].

⁽⁵⁵⁾ Vid. la letra a) del art. 60 de la Ley 35/2003.

⁽⁵⁶⁾ Vid. los arts. 24 de la Ley 35/2003 y 33 del RIIC.

⁽⁵⁷⁾ Vid. los arts. 26 de la Ley 35/2003 y 34 y 35 del RIIC.

⁽⁵⁸⁾ Vid. los arts. 53 y 61 de la Ley 35/2003 y los arts. 84 y 94 del RIIC.

de funciones que le corresponde se compone de las siguientes: la colaboración con la SG en las diversas actividades relacionadas con la gestión y administración del patrimonio separado (ejecutando las compraventas de valores, cobrando los dividendos, etc.)⁽⁵⁹⁾, la vigilancia y supervisión de la gestión desarrollada por la SG⁽⁶⁰⁾ y la recepción y custodia de los activos patrimoniales del fondo, llevando, a tal efecto, una cuenta corriente y una cuenta de valores⁽⁶¹⁾.

Este elenco de funciones de la SG y de la ED vendrá prestablecido en el RG de cada FI, que no es sino el condicionado general técnico y con un contenido mínimo e imperativo de cláusulas con el que la SG y la ED proveerán el ordenamiento definidor de la estructura organizativa del fondo⁽⁶²⁾. La libertad contractual del inversor, por ello, se ceñirá estrictamente a la posibilidad, mediante decisión individualmente adoptada, de adherirse incondicionadamente (o, en su caso, de no adherirse) a ese contrato preformulado por la SG y la ED y, en consecuencia, al modelo de FI que este documento, conocido como RG, define⁽⁶³⁾.

⁽⁵⁹⁾ Vid. las letras c), e), g) y f) del art. 60 de la Ley 35/2003.

⁽⁶⁰⁾ El control se recoge en las letras b), d), e), f) y h) del art. 60 de la Ley 35/2003 y en el art. 93 del RIIC.

⁽⁶¹⁾ Vid. las letras i) y j) del art. 60 de la Ley 35/2003 y el art. 92 del RIIC. En el Derecho comparado, por lo demás, no existen diferencias significativas en materia de funciones de la ED; *vid.*, por ejemplo, el 38.1 del TUF, los párrafos 20 y 24 a 28 de la InvG y los arts. 26.1 y 73 de la LPCC.

⁽⁶²⁾ Sobre el contenido mínimo y el preestablecimiento del texto del RG, *vid.* el art. 60.a) de la Ley 35/2003 y los arts. 9.1.c), 10 y 81.1.a) del RIIC; y en Derecho comparado, el segundo párrafo del art. 214-24 del CMF, los arts. 36.1 y 39.2 del TUF, el párrafo 43.4 de la InvG y el art. 8.3 en relación con el 26.1 y 26.3 de la LPCC.

⁽⁶³⁾ La aceptación incondicionada que emiten los inversores, que será un acto concluyente en el sentido de una declaración conforme, activará la obligatoriedad del RG frente a ellos y traerá como consecuencia el que las posiciones jurídicas de los partícipes se equiparen ante todas sus cláusulas. Es, por ello, un simple contrato de adhesión. En doctrina italiana, reconociendo que se trata de un contrato de adhesión y que, por tanto, el RG tiene los rasgos propios de las condiciones generales, *vid.* LIBONATI, “Società...”, *cit.*, p. 306 (ID., *Holding...*, *cit.*, p. 631); COLOMBO, “L’introduzione...” *cit.*, p. 292; di MAIO, *op. cit.*, p. 46; VISENTINI, *op. cit.*, p. 1201; GALGANO, *op. cit.*, p. 220; BELVISO, “Le cause di liquidazione dei fondi comuni d’investimento”, en *Rivista delle società*, 1992, p. 1399; GANDINI, *op. cit.*, p. 159. En Alemania todos los autores identifican el RG con las condiciones generales contractuales; *vid.*, por ejemplo, MEYER-CORDING, *op. cit.*, pp. 82 y 83; GESSLER, *op. cit.*, p. 22; REUTER, *op. cit.*, p. 110; MOLL, *Zur Entwicklung des deutschen Investmentwesens*, Tübinga, 1974, p. 23; THIEL, *op. cit.*, p. 66; ROTH, *op. cit.*, pp. 125, 126 y 155; y OHL, *op. cit.*, p. 103. De hecho, no se habla de “Reglamento de Gestión”, sino que, empezando desde la propia InvG (*vid.* el párrafo 43), hasta la unanimidad de la doctrina, el término empleado para referirse al RG es el de *Vertragsbedingungen*. En doctrina suiza, *vid.* BOVERI, *op. cit.*, p. 16, y PERLETTI, “Gli investment trusts...”, *cit.*, p. 94. En doctrina francesa, *vid.* BONNEAU, *op. cit.*, pp. 30 y 31; VIANDIER, *op. cit.*, p. 261. En doctrina española, *vid.* VERDERA, *op. cit.*, pp. 89 a 103, para quien es un caso de *condiciones generales en sentido impropio* (p. 97); SÁNCHEZ ANDRÉS, “Para un catálogo de problemas ‘mayores’ en materia de protección de los partícipes de un Fondo de Inversión”, en AA.VV., *La protección de los partícipes de los Fondos de Inversión*, Madrid, 1997, pp. 17 y 18; LÓPEZ VAQUÉ, en el apéndice sobre legislación

Además del RG, los caracteres del FI, en línea con otros productos del mercado financiero, vienen recogidos en el FE, que cumple la función de completar el contenido contractual recogido en el RG, y que también ha de ser incondicionadamente aceptado por los inversores, quienes no podrán variar, ni al tiempo de la suscripción ni con posterioridad a ella, ninguna de sus cláusulas. La puesta de este folleto a disposición del inversor deberá insertarse en el marco de las relaciones precontractuales, ya que responde a un contacto social propio de los tratos preliminares. La entrega individual y gratuita de la información prevista se enmarcará dentro del comportamiento funcionalizado al interés del inversor interesado en aras de una estipulación consciente del concreto negocio jurídico de suscripción, o, en otras palabras, el interés al que en este supuesto se hace referencia es el del inversor interesado considerado en su individualidad.

2. La explicación de la relación jurídica entre la SG y la ED no ha sido pacífica y ha girado en torno a dos tesis: la tesis de la relación societaria y la del contrato mixto.

El fundamento del que parte la tesis societaria radica en la prestación conjunta de la gestión o administración *grosso modo* del fondo. Habría, así, un deber societario de cooperación para la realización de determinadas funciones en favor de los inversores. Y esta comunidad de actividad sería el reflejo de una sociedad de carácter personalista; más en concreto, de una sociedad de tipo obligacional en la que el aspecto obligatorio constreñiría al aspecto organizativo, y fundamentada en el elemento personal de los socios; en definitiva, una sociedad en la que cada uno de los socios, en razón de la inexistencia de órganos sociales que operasen *ad extra* en nombre y representación de la sociedad, tendría la facultad para actuar en su propio nombre⁽⁶⁴⁾.

española, “Las entidades de inversión colectiva en la legislación española”, incorporado al libro elaborado por SERVIEN, *Fondos de Inversión. Una nueva fórmula de ahorro*, Bilbao, 1970, p. 182; PRATS, *op. cit.*, p. 346; MORA, *op. cit.*, pp. 105 y 106; TAPIA HERMIDA, *Sociedades y Fondos de inversión...*, *cit.*, p. 169; PALÁ LAGUNA, *op. cit.*, pp. 106 y 107; PULGAR, *op. cit.*, pp. 218 y 219; para RODRÍGUEZ ARTIGAS, “Procedimiento de modificación del reglamento de los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en AA.VV., *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, pp. 542 y 543, únicamente cabe hablar de condiciones generales de contratación si el FI carece de naturaleza jurídica asociativa. Sólo muy residualmente se ven en España interpretaciones que niegan la desigualdad entre posiciones, lo que lleva a reprobación la tesis de los contratos de adhesión; por ejemplo, MARTÍN OVIEDO, *Régimen jurídico y fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria*, Madrid, 1967, p. 114, y MORENO LUQUE, “Notas para un estudio del contrato de participación en un Fondo de Inversión”, en AA.VV., *La protección de los partícipes de los Fondos de Inversión*, Madrid, 1997, p. 307.

⁽⁶⁴⁾ Vid. OHL, *op. cit.*, pp. 65 a 76, 82 a 94 y 104, que rechaza expresamente la presencia de una relación bilateral como la gestión remunerada de negocios ajenos, ya que la ED no recibe la contraprestación de sus servicios de la SG, sino del mismo fondo. Con anterioridad a las reflexiones de este autor, en doctrina suiza ya se había planteado que la SG y la ED serían dos órganos activos, entre los que habría una colaboración activa que se traduciría en el desarrollo de una actividad de naturaleza técnico-administrativa imprescindible para el funcionamiento de un FI, con el objeto de lograr un fin común, que consistiría en la inversión en las mejores condiciones posibles de los ahorros a ellos confiados por los inversores. De modo que se instituiría una sociedad simple (la sociedad general del tráfico), manifestándose ello en el hecho de que, en los RG, todas las funciones que no fueran asignadas o bien a la SG, en el marco de su administración extraordinaria, o bien al depositario, dentro de las labores de administración ordinaria, se ejercitarían en común por ambas entidades. Además, lo que la SG y la ED recibirían como contraprestación no sería más que un reparto de ganancias, que sería proporcional a su aportación de industria en la sociedad conformada; vid. PERLETTI, “Gli investment trusts...”, *cit.*, pp. 82 a 84 y 86.

En virtud de la tesis del contrato mixto, por su parte, la relación entre la SG y la ED es una relación jurídica donde concurren elementos típicos de varios contratos, como el arrendamiento de servicios (por las diversas tareas de colaboración asumidas), la cuenta corriente bancaria (por la cuenta que debe llevar la ED en relación con el patrimonio dinerario), y el depósito (por la custodia del patrimonio de inversión)⁽⁶⁵⁾.

3. Ciertamente, es esta última orientación la que parece más acertada. En atención a las funciones que asume la ED frente la SG, puede descubrirse una relación jurídica integrada por una cuenta corriente bancaria (sobre la tesorería), una cuenta de valores (sobre los valores que componen el patrimonio del fondo), un depósito regular (sobre bienes diferentes al dinero y a los valores representados mediante anotaciones en cuenta) y, por último, una relación bilateral de colaboración, propia del mandato, conforme a la cual la ED se obliga a ejercitar todos aquellos actos y concluir todos los negocios jurídicos que le ordene la SG en el marco de sus funciones de gestión⁽⁶⁶⁾. La relación entre la SG y la ED se identificaría, por tanto, con una relación negocial compleja; aunque una relación establecida normativamente, por ser la Ley la que configura su contenido.

Y es que en línea con la lógica que subyace a la organización del *IT* (con la doble figura del gestor y el *trustee*), una estructura bimembre con una SG y una ED obedece a un propósito de racionalizar funciones en la gestión *grosso modo* del fondo. Con el objeto de afrontar una actividad de riesgo como la administración de un patrimonio con fines de inversión, se trata de ofrecer una estructura de relaciones compleja, una organización que reconozca un marco flexible de gestión y, simultáneamente, que brinde una mayor tutela a los inversores⁽⁶⁷⁾. La relación entre la SG y la ED no parece, pues, que pueda construirse mediante un contrato de sociedad. Esta interpretación se quebraría desde las dos siguientes vertientes.

Primeramente, desde la que tiene en cuenta algunas de las funciones que la ED asume en la estructura jurídico-obligacional del FI; porque hay supuestos que, por

⁽⁶⁵⁾ Vid. CANARIS, *op. cit.*, pp. 1189 y 1245, y BAUR, "Inländische Investment-Anteile", *cit.*, p. 738. Por su parte, THIEL, *op. cit.*, pp. 76 y 77, y KÜMPEL, *op. cit.*, p. 1583, al igual que los clásicos GESSLER, *op. cit.*, p. 20, y SCHÄCKER, *op. cit.*, p. 68, no hacen referencia expresa a la cuenta corriente bancaria. Parece que la incluirían en el marco de la gestión remunerada de negocios ajenos primeramente mencionada. Por lo demás, *cfr.* también en la primera doctrina alemana la tesis del contrato mixto en EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 131, 140 y 141, BAUM, *op. cit.*, p. 143, REUTER, *op. cit.*, p. 152, WENDT, *op. cit.*, pp. 63 a 71, SOTRIFFER, *op. cit.*, p. 200, y G. MÜLLER, *Die Rechtsstellung der Depotbank im Investmentgeschäft nach deutschem und schweizerischem Recht*, Genf, 1969, p. 93.

⁽⁶⁶⁾ Además, la mayoría de las veces también hay una relación de distribución comercial (de participaciones del FI), construible mediante un contrato de arrendamiento de servicios.

⁽⁶⁷⁾ Aunque con la estructura conformada se haya tratado de posibilitar una adecuada racionalización de funciones entre la SG y la ED (destacando la separación de funciones entre la SG y la ED, *vid.* WENDT, *op. cit.*, pp. 63 a 73, VIANDIER, *op. cit.*, p. 253, y BONNEAU, *op. cit.*, p. 3), la progresiva implantación del sistema germánico de banca universal ha propiciado que el inicial segmento de actividades que correspondía en exclusiva a las gestoras se haya visto gradualmente compartido con las entidades que desarrollan las funciones de depositario; *vid.* EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 121 y 122.

razón de la vulnerabilidad de la posición jurídica de los inversores, el legislador ha considerado que están necesitados de especial protección y, precisamente para garantizar una adecuada tutela, impone una función de control por la ED sobre la SG. La quiebra de la construcción societaria se produce, justamente, por el reconocimiento de esta función de control sobre la persona de la SG. Ello no se compadece con el principio de paridad de posiciones que informa una relación societaria, ya que una sociedad de carácter personalista como la que se predica quedaría absolutamente desnaturalizada con esta asimetría en el plano de los derechos políticos. En segundo lugar, la tesis societaria también cabría censurarla desde la perspectiva de aquellos actos u operaciones que han de ser desarrolladas conjuntamente en relación con la existencia misma y transformación de la estructura jurídica del FI (modificaciones estructurales, disolución, etc.), puesto que se derivan de una relación de colaboración impuesta y regulada por ley especial, con lo que, faltando el origen negocial, no habrá determinación conjunta del fin común⁽⁶⁸⁾. Se trata, concretamente, de una relación de colaboración en la que la ED y la SG actuarán manteniendo su propia individualidad.

Estos dos argumentos son los que principalmente deben conducir a descartar la tesis societaria y observar una relación negocial compleja que viene a determinarse normativamente. Es en virtud de esta relación negocial como se constituye el FI, y de ella se deriva el conjunto de funciones que necesariamente han de cumplir ambas entidades. Queda, por ello, configurada una relación en virtud de la cual la ED asume una combinación de diversas obligaciones, algunas de las cuales ejerce en exclusiva, y otras, en cooperación con la SG. En el conjunto de obligaciones asumidas por la ED frente a la SG se observa, además, que ninguna predomina sobre el resto. No habiendo una subordinación funcional entre ellas, todas participarán del mismo grado de significación jerárquica, en el bien entendido de que cada una asume una relevancia autónoma en atención a la específica finalidad a la que está dirigida. En definitiva, todas se dirigen coordinadamente al encauzamiento de la empresa de inversión y gestión de ahorros colectivos⁽⁶⁹⁾. Y será el legislador quien profile esta relación, en función del interés económico que persigue; un interés complejo que sólo se consuma con la conjunción de varios contratos (es decir, las prestaciones que competen a la SG y ED reflejarán una yuxtaposición determinada *ex lege* de varios contratos). En este sentido, no existirá, en puridad, una motivación subjetiva autónoma de la SG y de la ED para acordar un negocio jurídico de este tipo. Es la voluntad legisladora la que impone una unión de contratos de obligatoria asunción en el negocio con el que constituyen el FI. En consecuencia, la confluencia de elementos de diferentes contratos no será óbice para afirmar la presencia de una unidad de interés y de función. Sin perjuicio de todo ello, la responsabilidad por los incumplimientos de las obligaciones que integran esta relación jurídica tendrá, por su carácter negocial, fundamento contractual.

(68) Hay que recordar que quedan excluidas del concepto amplio de sociedad las sociedades necesarias.

(69) No parece acertada, pues, la tesis de BOVERI, *op. cit.*, p. 20, para quien el contrato entre la SG y la ED es un *contrato de depósito con determinadas obligaciones accesorias*; en su contra, *cfr.* SPOERRI, *op. cit.*, pp. 26 y 27.

5. La relación jurídica entre los inversores y la SG

1. Como ya se ha dicho, la SG desempeña la función de decidir sobre la inversión del fondo y la de desarrollar las labores de administración relacionadas con dicha función. Bajo la estructura jurídico-patrimonial del FI, estas funciones se explicarán desde la disociación entre la titularidad de los ahorros aportados y el ejercicio de los poderes administrativos y dispositivos sobre esos ahorros y los bienes que se adquieran con ellos. Lo que en ningún caso se produce es una transmisión de la propiedad, pues el patrimonio de inversión no ingresa en el patrimonio personal de la SG⁽⁷⁰⁾. Y tampoco cabe la posibilidad de encajar la posición de la SG en un derecho real típico, si pretendiera afirmarse que las leyes sobre FI han instituido un derecho real de administración; un derecho real limitativo de la plena propiedad de los inversores, que contiene amplias facultades de administración y disposición en favor de la SG. Parece excesivo, al no existir ningún obstáculo para privilegiar la interpretación que favorezca el carácter negocial u obligacional del derecho creado⁽⁷¹⁾. Hay que tener en cuenta que en los ordenamientos europeo-continentales no ha sido necesario superar el sistema cerrado de derechos reales para explicar el fundamento técnico de figuras como la administración concursal o el albaceazgo testamentario, que presentan una similitud funcional considerable. Por lo tanto, tampoco habría razón de peso alguna para proceder aquí en otro sentido.

El legislador, sencillamente, atribuye una potestad jurídica a un sujeto que no es el titular del dominio; titular a quien corresponde el interés que, con el ejercicio de esta potestad, debe realizarse⁽⁷²⁾. Al carecer el inversor de facultades en materia de gestión y administración del fondo e, incluso, de facultades de control⁽⁷³⁾, o de otro modo, con

(70) Claramente lo dice, por ejemplo, el art. 3.1 de la Ley 35/2003. Reconociendo que el legislador no recoge el modelo del *trust*, *vid.* LIBONATI, *Holding...*, *cit.*, p. 465; BAUM, *op. cit.*, p. 96; WENDT, *op. cit.*, pp. 191 y 192; KÖTZ, *op. cit.*, p. 123; COSTI, “La struttura...” *cit.*, p. 262; COLOMBO, “L’introduzione...”, *cit.*, p. 281; CANARIS, *op. cit.*, pp. 1222 a 1224; THIEL, *op. cit.*, p. 62; BONNEAU, *op. cit.*, p. 20. En doctrina española, también TAPIA HERMIDA, “La gestión de los Fondos de Pensiones (un análisis jurídico)”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 30, 1988, p. 423, aunque refiriéndose a los fondos de pensiones, pero plenamente aplicable a los FI.

(71) En España, concretamente, un derecho real instituido por Ley es el derecho de superficie (arts. 157 a 161 de la Ley del Suelo y art. 16 del RH), pero consiste en un recurso ciertamente excepcional; sobre la atipicidad de los derechos reales y sobre la conveniencia de hacer prevalecer los efectos obligacionales, *vid.* DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, tomo III, *Las relaciones jurídico-reales. El registro de la propiedad. La posesión*, Madrid, 1993, pp. 107 a 137.

(72) Subrayando el origen legal de esta potestad, *vid.* EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.* pp. 60 y 62; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 59 y 60; GRAULICH, *op. cit.*, pp. 22 y 23; von PANNWITZ, *op. cit.*, pp. 41 y 42; BAUR, *Investmentgesetze*, *cit.*, pp. 153 y 154.

(73) Para FERNÁNDEZ del POZO, y de ALARCÓN, *op. cit.*, p. 643, la fuente de todas las paradojas en los FI es que los partícipes, revistiendo la cualidad de propietarios con las facultades que teóricamente ello conlleva, *son sólo interesados en la gestión del fondo*; también PALÁ LAGUNA, *op. cit.*, pp. 90 y 91, habla de *transmisión de la facultad de gestión (...)*; sobre este tema, *vid.* también

la intensa delimitación de las facultades que componen el dominio del inversor, su titularidad podrá ser calificada de *formal o esencialmente económica* ⁽⁷⁴⁾. Pese a ello, pese a que el derecho del inversor-cotitular se signifique, principalmente, por ser un derecho “fundamentado sobre un valor”, la ordenación de su estructura jurídica se realizará sin extralimitación de los principios de la teoría general de las obligaciones y del derecho de cosas ⁽⁷⁵⁾.

La diferencia con respecto al albaceazgo o a la administración concursal, donde también hay una forma especial de legitimación con arreglo a la cual se atribuye a un tercero el poder exclusivo de gestión de unos bienes patrimoniales (una división entre la titularidad jurídica y el ejercicio de los poderes administrativos y dispositivos), estriba en que, en estos dos supuestos, la transmisión de los poderes dispositivos lo es en aras de un fin de carácter transitorio, mientras que en los FI, el inversor se desprende de dichos poderes de modo definitivo ⁽⁷⁶⁾.

Observado, pues, que la SG asume *ex lege* un amplio poder de gestión, conviene subrayar que su objeto está representado por un interés, el interés de los inversores, con lo que la SG se encuentra obligada a emprender todas las actuaciones necesarias para que tal interés sea realizado. Y este interés, en su aspecto objetivo, viene referido al patrimonio de inversión, lo que significa que el criterio que determina las actuaciones que deben integrarse dentro de la actividad de gestión consiste en la maximización

SÁNCHEZ CALERO, “Deberes de información...”, *cit.*, pp. 452 y 453, nota al pie núm. 14; RODRÍGUEZ ARTIGAS, “Instituciones de Inversión Colectiva...”, *cit.*, p. 568. En doctrina comparada, *vid.* BÄR, *op. cit.*, pp. 292 y 293; AMON, *op. cit.*, pp. 27, 28, 30 y ss. y 45 (los dos citados por WENDT, *op. cit.*, pp. 32 y 33); COSTI, “La struttura...” *cit.*, pp. 275 a 277; JAEGER, *op. cit.*, pp. 1122, 1125 y 1226; COLOMBO, “L’introduzione...” *cit.*, pp. 283 a 286; DELVAUX, *op. cit.*, pp. 626 y 627; VIAN-DIER, *op. cit.*, p. 245; TRAVERSI, *op. cit.*, p. 122; BONNEAU, *op. cit.*, pp. 8 y 14 a 16; RIPERT, y ROBLOT, *op. cit.*, p. 1258 (en el tomo II *vid.* la p. 10); F. ASCARELLI, *op. cit.*, pp. 747 a 750.

⁽⁷⁴⁾ *Vid.* estas calificaciones y algunas otras en BOVERI, *op. cit.*, pp. 86 y 87; von CAEMMERER, *op. cit.*, pp. 46 y 48; EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 20 y 64; WENDT, *op. cit.*, p. 190; SCHÄCKER, *op. cit.*, p. 130; MOLL, *op. cit.*, p. 31; THIEL, *op. cit.*, p. 60.

⁽⁷⁵⁾ Conviene aquí traer a colación lo dicho por GIRÓN, *op. cit.*, pp. 474 y 475 (aunque respecto de los socios de las sociedades que organizan su patrimonio bajo la forma de la mano común, pero perfectamente aplicable a la comunidad formada en los FI). Señala que la construcción de una comunidad de fisonomía principalmente germánica, por la que se prive al partícipe de la facultad de gestión y por la que su poder dispositivo solamente se traduce en la transmisión y rescate de su cuotaparte en el patrimonio separado, podría desfigurar la titularidad del partícipe, convirtiéndola, específicamente, en una titularidad sobre los derechos y deberes que origina la organización jurídica del instituto.

⁽⁷⁶⁾ *Vid.* así, CANARIS, *op. cit.*, pp. 1223 y 1224, para quien también se da una situación parecida a la figura de la tutela. En doctrina alemana, destacando también similitudes y divergencias con el albaceazgo y con la administración concursal, *vid.* OHL, *op. cit.*, pp. 48 a 51. En doctrina italiana, *cf.* VISENTINI, *op. cit.*, p. 1199. En doctrina española, *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, y DE ALARCÓN, *op. cit.*, pp. 643, 648 y 649, que aportan los ejemplos del mandato para enajenar, del albaceazgo, de los usufructos de disposición y de la fiducia testamentaria.

del valor del complejo de bienes que conforma aquel patrimonio⁽⁷⁷⁾. Con ello, el encaje del contenido obligacional de la SG deberá buscarse en el negocio jurídico de gestión que cada inversor celebra con la SG y que cabe encuadrar dentro de la categoría general de los contratos de colaboración, como el contrato de mandato mercantil⁽⁷⁸⁾. No obstante, aun cuando la actividad de gestión que la SG está obligada a desarrollar pueda ser alojada bajo un mandato mercantil, debe advertirse que el contenido de la relación que la vincula con los inversores viene regulado por norma especial (para asegurar el ejercicio de las funciones de la SG en permanente interés de aquéllos) y, por este motivo, se trata concretamente de un mandato configurado *ex lege* o, en otras palabras, con caracteres normativos específicos⁽⁷⁹⁾. La SG, en razón de la configuración legal de sus poderes de gestión asume, así, la condición de *mandataria necesaria o cualificada*⁽⁸⁰⁾.

2. Por razón de esa condición de mandataria necesaria, no pueden plantear mayor debate los efectos del régimen de representación en el que la SG actúa. Hay que partir, primeramente, de un hecho cierto, cual es que no puede representarse al fondo como tal, por carecer éste de personalidad (ya que se trata de un mero patrimonio). A continuación, respecto de la cuestión sobre si la SG actúa representando directa o indirectamente a la comunidad de inversores, es decir, si lo hace en nombre de éstos o no y, en relación con ello, si los efectos de la gestión se producen de forma inmediata

(77) Vid. FERRI, *op. cit.*, pp. 82 a 87; cfr. también, GANDINI, *op. cit.*, p. 221, y SABATELLI, “La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare. Contributo allo studio del D. LGS. 25 gennaio 1992, N. 83”, en *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 161, Milán, 1995, pp. 24 y 25.

(78) Es conveniente subrayar que no habrá problema alguno en configurar un mandato, como el que tiene por objeto la administración de un patrimonio, que canalice la prestación de servicios duraderos. Al igual que el arrendamiento de servicios, la relación jurídica creada en virtud de un contrato de mandato es, por regla general, una relación obligatoria de tracto sucesivo o duradera (vid. ENNECERUS, y LEHMANN, *Tratado de Derecho civil. Derecho de obligaciones*, tomo II-2.º, vol. 1.º, traducido y anotado por PÉREZ GONZÁLEZ, y ALGUER, con estudios de comparación y adaptación a la legislación y jurisprudencia españolas por FERRANDIS, Barcelona, 1966, p. 589; HEDEMANN, *Tratado de Derecho Civil*, vol. III, *Derecho de Obligaciones*, ed. traducida por SANTOS BRIZ, Madrid, 1958 p. 428; LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, Band II-Halbband I, Besonderer Teil*, Múnich, 1986 p. 412). De hecho, el que pueda pactarse un mandato mercantil por un plazo determinado (una causa de extinción del contrato de comisión es la expiración del plazo por el que se estipuló) comporta la eventual admisibilidad de un objeto de tracto sucesivo. Y así deberá ser contemplada la actividad de gestión patrimonial de la SG (VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho mercantil*, Valencia, 2005, p. 865, considera que en el sector del mercado de valores hay varias relaciones duraderas que se construyen sobre el contrato de comisión, y cita el de la gestión de FI; la actividad propia de las empresas de servicios de inversión también la inserta ANGULO, “El contrato de comisión”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ (coordinador), *Derecho mercantil*, tomo II, Barcelona, 2004, pp. 267 y 268, dentro del contrato de comisión, pese a señalar, con anterioridad, que la comisión es de tracto instantáneo).

(79) Vid. VERDERA, *op. cit.*, p. 148; PALÁ LAGUNA, *op. cit.*, p. 100; KÜMPEL, *op. cit.* p. 1581; en un sentido similar, BONNEAU, *op. cit.*, p. 37.

(80) Vid. la primera calificación en VERDERA, *op. cit.*, p. 148, y la segunda en TAPIA HERMI-DA, *Sociedades y Fondos de Inversión...*, *cit.*, pp. 159, 164 y 239 (aunque, a continuación, alude a una *propiedad fiduciaria o indirecta de la SG*).

o mediata en el patrimonio común, se observa que, en leyes como la alemana y la suiza, se proscribió a la SG actuar representando abiertamente a los inversores⁽⁸¹⁾. Ello ha llevado a cierta doctrina a considerar nula la cláusula contractual que previera un régimen de representación directa entre la SG y los inversores, toda vez que esa representación, además de no poder referirse a una multitud de sujetos en continua variación, abriría las puertas a una posible ejecución del patrimonio personal de los inversores⁽⁸²⁾. A estos autores, sin embargo, cabría objetarles que la forma de representación que patrocinan se desviaría de una de las clásicas construcciones doctrinales de la representación indirecta, que defiende la exigencia de un nuevo negocio de transmisión entre mandante y mandatario para que los efectos patrimoniales recaigan en la esfera del primero⁽⁸³⁾, y en los FI, concretamente, no devendría necesario un nuevo negocio jurídico privado entre la SG y los inversores para posibilitar que los efectos de los actos de gestión y administración recayesen de forma inmediata en la esfera jurídico-patrimonial de aquéllos⁽⁸⁴⁾.

Precisamente por ese juego de la responsabilidad inmediata del patrimonio de inversión cabría situar la representación de la SG en el marco de la directa o la gestión representativa con eficacia inmediata en el patrimonio común de los inversores⁽⁸⁵⁾. No puede obviarse que la SG actúa en el tráfico como entidad gestora, necesariamente instituida, de un fondo determinado, al que identifica en todas sus operaciones de

(81) Vid. los arts. 31.1 y 31.2 de la InvG y 8.3 y 25 de la LPCC.

(82) En doctrina alemana, *vid.* el tratamiento de este tema en SIARA, y TORMANN, *op. cit.* p. 40; GERICKE, *op. cit.*, p. 1276; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 111 y 112; REUTER, *op. cit.*, p. 106; GESSLER, *op. cit.*, p. 18; CONSBRUCH, *op. cit.*, pp. 339 y 340, y von PANNWITZ, *op. cit.*, pp. 20 a 23. En el Derecho italiano, por su parte, el contrato de comisión todavía sigue siendo concebido como un mandato no representativo (*vid.* el art. 1731 del *Codice civile*). Ésta es la razón por la que en doctrina italiana se ha sostenido que la SG de un FI es, respecto de los partícipes, un mandatario no representativo o sin poder de representación (*cf.* LIBONATI, *Holding...*, *cit.*, pp. 527 a 531, 541, 542, 567, 569, y 613; GALGANO, *op. cit.*, pp. 217 a 219). Del mismo modo, también en el *Codes des obligations* suizo (*vid.* el art. 425.1) la comisión viene a concebirse como un contrato no representativo, lo cual lleva a crear una nueva figura, el mandato comercial, para dar cabida a otras relaciones de la práctica que no podrían ser acogidas bajo el redactado del art. 425.1 (*vid.* la evolución de la conexión histórica entre la comisión y la representación en GARRIDO, *Las instrucciones en el contrato de comisión*, Madrid, 1995, pp. 32 a 55).

(83) Construcción que no compartimos, siguiendo a DÍEZ-PICAZO, *La representación en el Derecho Privado*, Madrid, 1979, pp. 272 a 275.

(84) Vid. también BOVERI, *op. cit.*, p. 83, quien anuda la vigencia del principio de subrogación real al caso en que la SG actúe en régimen de representación directa.

(85) Vid. BROSETA, *op. cit.*, pp. 223 y 224, y RICO ARÉVALO, “Tratamiento del régimen de responsabilidad de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión”, en *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, *Derecho de Sociedades*, Madrid, 2002, pp. 4353 y 4354. En doctrina comparada, *vid.* MEYER-CORDING, *op. cit.*, pp. 89 y 90; BAROCKA, *op. cit.*, pp. 62 y 63; CORRADO, *op. cit.*, p. 405; VIANDIER, *op. cit.*, p. 254; BONNEAU, *op. cit.*, p. 36.

administración y gestión⁽⁸⁶⁾, con lo que revela el carácter abierto de la representación, identificando el concepto en el cual actúa. Sin duda, puede hablarse, por ello, de una *contemplatio domini*. Habiendo una declaración expresa que revele el carácter representativo e identifique el nombre del FI, defender un régimen de representación indirecta no parece lo más acertado. Además, interesa recalcar que encaja ello perfectamente en los presupuestos para la elección de las formas de actuar en concepto de representante, ya que, en virtud del art. 1259 de nuestro CC, se permite la utilización del nombre del representado en la representación legal, como es el caso que nos ocupa. En cualquier caso, lo determinante no será el nombre en virtud del cual la SG actúe, sino la forma de producción de las consecuencias de la gestión representativa, que entendemos comunes a la representación directa e indirecta⁽⁸⁷⁾. Y a este respecto, la SG no asumirá el riesgo y la responsabilidad patrimonial de los actos de gestión que, en razón del poder dispositivo que tiene por Ley, realiza sobre el patrimonio de inversión. Traslada los efectos patrimoniales de sus actos al patrimonio objeto de comunión unitaria.

Aludiendo, por último, a un dato meramente operativo, consideramos que no puede sostenerse otra cosa, habida cuenta del volumen de las operaciones que las SG realizan por cuenta de los FI que gestionan. Asumir directamente las obligaciones y los riesgos y responsabilidades patrimoniales de los actos de gestión devendría materialmente imposible para la inmensa mayoría de las SG.

3. Conviene, por lo demás, no obviar que la inexistencia de un órgano que unifique a los inversores como colectividad, ostentando su representación, se ha erigido en uno de los obstáculos aducidos por cierta doctrina para negar el encaje de la relación del conjunto de los inversores con la SG dentro del concepto de mandato mercantil. Su interpretación se apoya en la consideración de una relación jurídica que vincula a los inversores como conjunto unitario y a la SG⁽⁸⁸⁾.

(86) Recuérdese que tiene un nombre, y que ello constituye un expediente para otorgar un tratamiento unitario a un grupo de sujetos (aunque no conformen una estructura asociativa). Por eso los redactados del art. 3.1 de la Ley española y del art. 214-25 del CMF atribuyen expresamente a la SG la representación del fondo; algo que no debe entenderse, estrictamente, como la representación de un objeto de derecho, sino como la de un conjunto de inversores cuyas aportaciones conforman dicho fondo.

(87) En este sentido también cabría interpretar a FERNÁNDEZ DEL POZO y DE ALARCÓN, *op. cit.*, pp. pp. 648 y 649, para quienes la SG es *titular de disposición sin atribución patrimonial*, de manera que, como titular del poder dispositivo, le competiría el desarrollo de una actividad de administración sobre un patrimonio ajeno y como función propia, lo que significa que no se produciría ni una representación directa ni una representación indirecta.

(88) Se ha planteado que el contrato de mandato mercantil sí podría servir para definir la relación individual de un inversor con un gestor, pues ello conciliaría con el elemento personal propio de un “negocio de confianza”, pero no para entender el carácter colectivo que se manifiesta en la relación entre los partícipes y la SG; coincidiendo en afirmar que se establece una relación entre la SG y los inversores como conjunto unitario, *vid.* COSTI, “La struttura...”, *cit.*, pp. 287 y 288; NIGRO, “I fondi comuni...”, *cit.*, p. 1575; VISENTINI, *op. cit.*, p. 1201; BROSETA, *op. cit.*, p. 231; LENER, *op. cit.*, pp. 181 a 183; PULGAR, *op. cit.*, pp. 219 a 221.

No es menos cierto, sin embargo, que la ausencia de un mecanismo de organización entre los inversores constituye el elemento que nos ha inclinado a observar un fenómeno de relaciones bilaterales de gestión concurrentes y construibles mediante la causa propia del mandato mercantil. Con la bilateralidad patrocinada en este trabajo se constata plenamente el elemento de la confianza personal que los opositores a la construcción de la relación “SG-partícipes” mediante el contrato de mandato señalan no haber para un fenómeno de masa como es el FI. Y es que el *intuitus personae* que rige en las relaciones de confianza se manifestará en la dirección “inversor-SG” y no a la inversa. Téngase en cuenta que la suscripción es un acto dirigido a la SG (ya que es ésta quien emite las participaciones a solicitud de los inversores)⁽⁸⁹⁾ y que carecería de sentido que fuera la prestataria de la actividad de gestión quien, habiendo sido escogida por los inversores, debiera abrigar dicha confianza. De ahí que nos hayamos referido más arriba a la homogeneidad entre los fines individuales de los adherentes a un contenido contractual preformulado por la SG y la ED.

La existencia de una pluralidad de relaciones jurídicas de gestión de carácter autónomo se impondría, por tanto, a la tesis que defiende la presencia de un único contrato plurilateral abierto a la sucesiva adhesión de los inversores⁽⁹⁰⁾. Además de la ausencia de una comunidad de fin y de una organización o cooperación, no debe descuidarse que, si bien el contrato plurilateral podría caracterizarse por la posibilidad de adhesiones progresivas de otras partes, no suele ser un rasgo de éste la amplia libertad de separación en los términos que se atribuye a los partícipes de un FI con el reconocimiento del derecho al rescate⁽⁹¹⁾. El RG representará, por ello, el complejo de las condiciones generales que regiría las singulares relaciones obligatorias de carácter contractual que hay entre los inversores, la SG y la ED. La gestión unitaria por cuenta de todos los inversores obedecerá, en rigor, a la simple conformación de un patrimonio separado, como punto de referencia objetivo de su interés, que será administrado conforme a un programa previo e inderogable diseñado por los encargados de la dirección *grosso modo* del FI.

El negocio jurídico de gestión o mandato resultará, pues, más que suficiente para modelar técnicamente los poderes de administración y disposición que se confieren a la SG y ofrecer una adecuada protección de los intereses dignos de ser tutelados: los del inversor y los de los terceros de buena fe. Así, en el concurso de la SG, el patrimo-

⁽⁸⁹⁾ Vid. el art. 7.3 de la Ley 35/2003 y el art. 64.b) 7.ª del RIIC.

⁽⁹⁰⁾ Vid. esta interpretación en LENER, *op. cit.*, p. 183. Negando la plurilateralidad y aceptando la bilateralidad, vid. LIBONATI, “Società...” *cit.*, p. 293 (ID., *Holding...*, *cit.*, pp. 504, 510 y 511); VIANDIER, *op. cit.*, pp. 249 y 249; TRAVERSI, *op. cit.*, p. 125; F. ASCARELLI, *op. cit.*, pp. 758 y 759; SABATELLI, *op. cit.*, p. 58; GALGANO, *op. cit.*, p. 220.

⁽⁹¹⁾ Vid. GANDINI, *op. cit.*, p. 172, que sigue la tesis de MEO, *op. cit.*, pp. 185 y 186; en contra, vid. LENER, *op. cit.*, p. 196. Sirva de ejemplo a lo sostenido en el texto el caso de la asociación de cuentas en participación, donde se requiere la manifestación de una justa causa para la salida de los asociados.

nio separado quedará fuera de la masa⁽⁹²⁾. Por otro lado, la SG no podrá adquirir el pleno dominio sobre los bienes patrimoniales por usucapión. Y, en relación con las adquisiciones de terceros, el que adquiera de la SG lo hará de un “no dueño”, con lo cual no adquirirá la propiedad, salvo que sea de aplicación alguna de las normas de excepción de las adquisiciones *a non domino*⁽⁹³⁾. Por todo ello, no es arriesgado concluir afirmando que el negocio de gestión que vincula a la SG con el inversor encerraría una simple “relación fiduciaria entendida en sentido amplio”; esto es, una relación de confianza regulada y protegida por Ley⁽⁹⁴⁾.

6. La relación jurídica entre los inversores y la ED

1. Aunque todos los autores coincidan en afirmar que la ED, en el ejercicio de sus obligaciones (citadas anteriormente), siempre tiene que velar por los intereses de los inversores, no han llegado, sin embargo, a una conclusión pacífica sobre la naturaleza de la relación jurídica que ahora nos ocupa. A nuestro juicio, también en este caso, lo más razonable es interpretar que las funciones de la ED se encuentran fijadas y delimitadas normativamente. Ya se ha señalado que la ED adquiere frente a la SG un compromiso obligacional en el negocio jurídico constitutivo del FI. Pero, al mismo tiempo, la ED quedaría integrada *ope legis* en una relación jurídico-negocial con cada uno de los inversores que haya suscrito participaciones del FI.

En efecto, la ED no contrae obligaciones individuales de carácter aislado, sino que, en puridad, queda instalada en el marco de una verdadera relación jurídica que unifica tales obligaciones en su conexión funcional. Y, concretamente, estamos ante uno de esos supuestos donde los deberes resultan de la autoridad del Derecho objetivo

(92) Se trata de la mera aplicación de la doctrina tradicional, en virtud de la cual, en caso de concurso del comisionista, los bienes siguen siendo propiedad del comitente, y el comisionista sólo los poseerá a título de mandatario. A este respecto, hay que destacar el art. 35.2 de la LPCC, a tenor del cual las deudas de la SG no pueden ser compensadas *con los créditos que pertenezcan al fondo de inversión*, lo que ofrece una clara muestra de la inexistencia de una transmisión de la titularidad de las aportaciones destinadas a la inversión colectiva.

(93) La amplitud del mandato no implica necesariamente caer en la categoría del negocio fiduciario (*vid.* así, respecto de diversas sociedades calificadas incorrectamente de fiduciarias, en GARRIGUES, *op. cit.*, pp. 54 y 55). Constituye ciertamente un hecho bien común el que sobre los patrimonios separados recaiga un poder de administración que sobrepase, en facultades, a las que correspondan a un simple administrador de intereses ajenos (así lo constatan PÉREZ GONZÁLEZ, y ALGUER, en las anotaciones a ENNECCERUS, y NIPPERDEY, *Tratado de Derecho civil, Parte General*, tomo I-1.º, 2.ª ed. al cuidado de PUIG BRUTAU, Barcelona, 1953, p. 603).

(94) Téngase presente, con todo, el modelo fiduciario antes apuntado del Derecho alemán, que pretende canalizar una verdadera relación fiduciaria. No obstante ello, la posición de los inversores, que en sí es jurídico-obligacional, adquiere naturaleza “cuasireal”, por la importante protección real que se les otorga al construirse también ese modelo fiduciario sobre un patrimonio que tiene carácter de separado (el patrimonio no responde de las obligaciones de quien gestiona; no se incluye en su masa concursal; no pueden compensarse los créditos que terceros acreedores tengan en su contra con los créditos que pertenezcan al patrimonio de inversión y, además, rige el principio de subrogación real).

(o, en otras palabras, que traen causa de la Ley) y que tienen por objeto hacer alguna cosa en interés de terceros. El legislador, basándose en la posición jurídica del *trustee* anglosajón, establecerá un complejo de obligaciones a cargo de la ED para que las ejercite en beneficio de los inversores, quienes podrán por ello accionar en responsabilidad frente a aquélla en caso de contravención⁽⁹⁵⁾. El régimen vendría dado, de este modo, por la propia norma que regula los FI; subsidiariamente, habría de acudir a lo recogido en la teoría general de las obligaciones.

Tomando, por ello, en consideración la posición jurídica de la ED, podrá sostenerse que goza ésta de un derecho-deber, una potestad exclusiva determinada por disposición legal para realizar, con las atribuciones que expresamente se le confían, el interés de los inversores⁽⁹⁶⁾. Y será con base en la relación negocial *ex lege*, originada tras la perfección del negocio complejo entre la SG y la ED y del negocio jurídico de suscripción entre la SG y el inversor, por la que cabe distinguir una doble responsabilidad contractual de la ED: por un lado, y conforme a la relación negocial determinada legalmente, devendrá responsable ante los partícipes por los perjuicios provocados con ocasión de la vulneración de las obligaciones que asume frente a ellos; y por otro, en virtud del contrato complejo, la ED habrá de responder frente a la SG por los daños que sufra, directa o indirectamente, como consecuencia de los incumplimientos contractuales en los que haya incurrido⁽⁹⁷⁾.

⁽⁹⁵⁾ Existe una clara conformidad con lo señalado por el art. 1090 del CC español, donde se dice que las obligaciones derivadas de la Ley no se presumen y que sólo serán exigibles las expresamente determinadas en el CC o en leyes especiales. En la española Ley 35/2003, *vid.* el art. 5.

⁽⁹⁶⁾ *Vid.* el párrafo primero del art. 62.1 de la Ley 35/2003, el art. 214.3 del CME, el parágrafo 22.1 de la InvG; y en el art. 20 de la LPCC.

⁽⁹⁷⁾ Para cierta doctrina alemana, la ED no asume deberes de prestación principales hacia los inversores, pues sólo lo haría con respecto a la SG. Para con los inversores, la ED únicamente estaría obligada a guardar una conducta fiel y leal (deberes secundarios de fidelidad y protección). En esta relación negocial de origen legal vendría a reflejarse —se dice— la existencia de un *contacto jurídico-negocial* (que se produciría a través de, por ejemplo, la comercialización de los certificados de participación, la custodia de los bienes patrimoniales o el pago material de los beneficios), y ello generaría la posibilidad de accionar en contra de la ED y de reclamarle las correspondientes responsabilidades contractuales (*vid.* las líneas de argumentación de esta tesis en CANARIS, *op. cit.*, pp. 1190 y 1247, KÜMPEL, *op. cit.*, pp. 1590 y 1591, y BAUR, “Inländische Investment-Anteile”, *cit.*, p. 739; el fundamento dogmático del concepto “relaciones negociales *ex lege* sin deber de prestación principal” puede consultarse, por lo demás, en LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil*, Múnich, 1987, pp. 106 a 124, cuyas orientaciones son seguidas para el Derecho bancario por CANARIS, *op. cit.*, pp. 7 a 9 —en la ed. que manejamos del Derecho de obligaciones de LARENZ se recogen, a su vez, *vid.* p. 123, las reflexiones de CANARIS sobre la relación que liga a los bancos con los clientes—).

A diferencia, pues, de los autores alemanes, que aducen la doctrina de la *culpa in contrahendo* apoyada sobre el contacto jurídico-negocial que se crea, el fundamento jurídico de esta relación negocial determinada legalmente debe apreciarse, según se ha expuesto en el texto, en la previa estipulación de la relación contractual entre el inversor y la SG (en Alemania, *vid.* también en este sentido, OHL, *op. cit.*, pp. 97 a 99). En ese momento en el que se acepten las cláusulas del RG y del FE es cuando queda definitivamente fijada la posición jurídico-contractual de quienes componen la estructura del FI. La doble responsabilidad contractual de la ED por incumplimiento de sus obligaciones sólo se contempla expresamente en el art. 38.2 del TUF.

Dicho con otras palabras, con esta estructura jurídico-obligacional, la responsabilidad de la ED frente a la SG reviste naturaleza contractual, pero también tendrá carácter negocial la responsabilidad frente a los titulares de participaciones del fondo. Sencillamente, porque el cumplimiento de las obligaciones normativamente impuestas tiene como fundamento la relación negocial entre la ED y los inversores, que se producirá *ope legis* como consecuencia necesaria de la perfección del negocio complejo entre la SG y la ED y del negocio jurídico de adquisición de participaciones del fondo y de la vinculación negocial entre los titulares de las participaciones y la SG. Ésta sería la vía técnico-jurídica de la que se han servido los legisladores europeo-continenciales para trasladar a sus ordenamientos el complejo funcional que en los FI anglosajones corresponde al *trustee*.

2. Muy diversas, sin embargo, han sido las interpretaciones que se han barajado en la doctrina para la determinación de la naturaleza de esta relación jurídica, aunque ninguna parece haber conseguido describirla en su plenitud. La tesis del contrato bilateral, en primer lugar⁽⁹⁸⁾, olvida que, al margen de la suscripción, los inversores no pretenden emitir otra declaración de voluntad jurídico-negocial a la ED, ni ésta a los inversores. Aceptar lo contrario supondría extender demasiado los límites de las ficciones de la voluntad, ya que, verdaderamente, falta un acto de autodecisión en la ED y en los inversores, precisamente por la ausencia en su persona de una “conciencia de declaración”⁽⁹⁹⁾. La tesis de la sustitución en el mandato, por otro lado, descuida que el contenido obligacional de la ED es diferente respecto del que la SG asume frente a los

(98) Respaldando esta interpretación, *vid.* BOVERI, *op. cit.*, pp. 14, 15, 17 a 19 y 70, y KLENK, *Die rechtliche Behandlung des Investmentanteils unter Berücksichtigung der Anteilberechtigung des Investorsparers*, Colonia, 1967, p. 15, cuya tesis es positivamente valorada por WENDT, *op. cit.*, p. 64. Profundizando más aún, hablando de depósito administrado, *vid.* LIBONATI, “Società...” *cit.*, pp. 296 y 297 nota al pie núm. 45 (ID., *Holding...*, *cit.*, p. 516, 623 y 624); SCHRANS, “Gli investment trusts nel diritto belga”, en AA.VV., *L’Investment trust nelle esperienze e nei progretti europei*, Pádova, 1967, p. 242; y GALGANO, *op. cit.*, pp. 216 y 217, para quien la relación entre la ED y el inversor también recogería un contrato de *cuenta corriente de corrispondencia*; es decir, un mandato de cada uno de los partícipes al depositario para la liquidación de las operaciones ordenadas por la SG en la administración del fondo (la adquisición y venta de valores, la ejecución de pagos, la recaudación de los créditos, etc.). En Suiza, por su parte, al no preverse el depósito administrado, se habla del contrato de mandato; *cfr.* BOVERI, *op. cit.*, p. 18; SPOERRI, *op. cit.*, pp. 39 y 149; PERLETTI, “Gli investment trusts...” *cit.*, pp. 79 y 80 (ID., “I ‘fonds communs de placement’ lussemburghesi”, en AA.VV., *L’investment trust nelle esperienze e nei progretti europei*, Pádova, 1967, pp. 121 a 123).

(99) En relación con los inversores, las suscripciones implicarán la estipulación de los negocios de inversión con la SG. Al margen de ello, no pretenderán emitir una nueva declaración de voluntad jurídico-negocial con la ED (y esto, a pesar de que esta última pueda comercializar participaciones). El acuerdo del negocio de inversión, con la aceptación que ello acarrea del RG y del contenido del correspondiente folleto, sólo se producirá entre la SG y cada inversor. El contenido obligacional que la ED asume será, en cambio, el objeto de la declaración de voluntad negocial que ha transmitido a la SG, y no a los inversores. Es el acuerdo alcanzado con ella en la fase previa a la comercialización de las participaciones el contrato del que dimanarán las obligaciones que le competan para con la SG y cada uno de los suscriptores. La falta en éstos y en la ED de una “conciencia de declaración”, toda vez que a ellos es imputable, resulta, pues, decisiva para negar la existencia de una declaración de voluntad jurídico-negocial (declaración jurídicamente relevante) que pueda derivar en un contrato conscientemente pactado.

inversores⁽¹⁰⁰⁾. Y, por último, los defensores de las tesis del contrato a favor de terceros⁽¹⁰¹⁾ y del contrato con efectos protectores para terceros⁽¹⁰²⁾ obvian que la suscripción es un requisito necesario para reconocer al inversor sus derechos y que ello supondría añadir una circunstancia limitativa más a la configuración de los dos tipos contractuales señalados⁽¹⁰³⁾. En relación con el contrato en favor de terceros, además, hay que tomar en consideración que la aceptación dejaría de tener su función meramente limitativa de la facultad revocatoria del promitente y del estipulante, ya que previéndose deberes de prestación a cargo de cada inversor y en favor de la SG y la ED (los pagos de las comisiones en retribución de sus funciones), se revela necesaria la declaración de voluntad del inversor, ya sea para la aceptación de lo que la SG y la ED

(100) Ésta es la construcción que sostiene BORGIOI, “La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d’investimento mobiliare”, en *Rivista delle società*, 1983, pp. 934 y 935, para el hipotético caso en que la relación entre la SG y el partícipe fuera considerado un mandato. Con anterioridad en doctrina italiana, SANTAGATA, “Mandato. Disposizioni generali”, en *Commentario del codice civile, Libro quarto: Obbligazioni art. 1703-1709*, a cargo de SCIALOJA, y BRANCA, Bologna-Roma, 1985, pp. 3 y 4, nota al pie núm. 3, ya había hecho una breve referencia positiva a la tesis de la sustitución necesaria. En doctrina alemana, la hipótesis de la sustitución también la plantea WENDT, *op. cit.*, pp. 69 y 70, cuando analiza la división de tareas entre la SG y la ED. Una interpretación peculiar es la de SCHÖNLE, *op. cit.*, pp. 287, 289, 290 y 292, para quien la SG y la ED celebran un contrato en favor de terceros (los inversores) en virtud del cual la ED asumiría la condición de sustituta de la SG (dice, asimismo, que entre la ED y los inversores no hay una relación contractual, y a continuación les reconoce derechos propios como beneficiarios de un verdadero contrato en favor de terceros). De esta relación quedarían fuera las obligaciones de control y las de garantía de los derechos de los inversores que conciernen a la ED, pues éstas vendrían impuestas por la Ley.

(101) Los que auspician esta tesis ven en este supuesto un contrato (una formación contractual de carácter bilateral) del que nacen tres relaciones jurídicas: la relación de cobertura entre el estipulante (SG) y el promitente (ED), la relación de valuta entre el estipulante (SG) y el beneficiario (el inversor) y finalmente, la relación entre el promitente (ED) y el beneficiario (inversor), en virtud de la cual este último será acreedor o titular del derecho establecido en su favor, y el primero, deudor o sujeto pasivo de aquel derecho. Postulando la tesis del contrato en favor de los inversores, *vid.* GESSLER, *op. cit.*, p. 22; BAUM, *op. cit.*, pp. 143 y 166; vom BERGE und HERRENDORFF, *op. cit.*, pp. 112 y 113; SCHÄCKER, *op. cit.*, pp. 69 y 70; REUTER, *op. cit.*, p. 152; SOTRIFFER, *op. cit.*, pp. 200 y 201; BAUR, *Investmentgesetze, cit.*, pp. 179 y 180; THIEL, *op. cit.*, p. 77. En doctrina italiana, *vid.* SABATELLI, *op. cit.*, pp. 242 a 245, que sigue en este punto la opinión de COLOMBO, “Alcuni aspetti dei rapporti contrattuali relativi ai fondi di investimento mobiliare”, en *Rivista delle società*, 1969, pp. 1172 a 1174, cree que solamente cuando se interpretase que el fondo fuera propiedad común de los partícipes podría sostenerse que las prestaciones prometidas por la ED a la SG se dirigirían inmediatamente a los partícipes.

(102) Este último es una creación de la Jurisprudencia alemana, que trata de superar el régimen restrictivo de la responsabilidad extracontractual, aplicando el amparo ofrecido al acreedor de una prestación contractual a personas que no son estrictamente parte de la relación obligatoria, pero que, por su contacto con la prestación y por el interés del acreedor en protegerlas como si se tratase de su protección personal, se estima que son merecedoras de una tutela de carácter contractual cuando hayan sufrido un perjuicio personal o patrimonial. Defendiendo su aplicación a la relación jurídica entre los inversores y la ED, *vid.* KÜMPEL, *op. cit.*, pp. 1588 y 1589, que sigue el pequeño apunte que en este sentido hace EBNER von ESCHENBACH, *op. cit.*, pp. 132 y 133.

(103) En contra de la teoría del contrato a favor de terceros, *vid.* entre otros autores, BOVERI, *op. cit.*, pp. 17 y 18; SPOERRI, *op. cit.*, p. 26; KLENK, *op. cit.*, p. 14; K. MÜLLER, “Die Überwachung der Geschäftstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft durch die Depotbank”, en *Der Betrieb*, 1975, p. 487; CANARIS, *op. cit.*, p. 1246; KÜMPEL, *op. cit.*, p. 1587; F. ASCARELLI, *op. cit.*, p. 756.

hayan establecido a su cargo, ya para negar su vinculación. Y el hecho de que se fije un deber de prestación en favor de la SG y la ED (de los supuestos estipulante y promitente) y a cargo del inversor (del supuesto tercero-beneficiario), que le obliga a declarar a aquéllas su voluntad de no aceptar el contrato previamente pactado, choca contra toda la lógica del contrato en favor de terceros⁽¹⁰⁴⁾.

IV. CONCLUSIÓN

El origen de los FI modernos se sitúa en el *IT*, instituto del Derecho angloamericano que, construido sobre la base de la divisibilidad cuantitativa del concepto anglosajón de propiedad, canaliza la gestión de ahorros colectivos mediante una disociación de titularidades sobre un patrimonio entre quienes lo custodian y administran en sentido amplio (titulares formales) y los beneficiarios de dicha custodia y administración (titulares materiales). Con motivo de la racionalización funcional, que exige una actividad de riesgo como la gestión financiera de ahorros colectivos, el *IT* se estructurará, no obstante, conforme a un modelo de organización administrativa bímembre, con un gestor y un *trustee* vinculados por un negocio de cooperación en el que viene determinado el contenido funcional de cada uno. Los inversores, por su parte, se constituirán en meros interesados en las funciones desempeñadas por gestor y *trustee* en su favor. Con la lógica del derecho de propiedad anglosajón, serán sencillamente “titulares económicos” del patrimonio en *trust*, formando una comunidad indivisa sin facultades en la gestión empresarial.

Inspirándose en este modelo, y dados los obstáculos para conciliar la concepción de la propiedad anglosajona con el concepto manejado por el Derecho civil europeo-continental, el traslado del esquema de organización funcional del FI angloamericano se ha hecho sobre la base de un patrimonio al que se atribuye el carácter de separado (integrado por los capitales de los inversores) y asignando a la SG la gestión y administración de dicho patrimonio, y a la ED, su depósito y la vigilancia sobre la gestión y administración desarrollada por la SG. Entre los inversores, por su parte, se conformará una relación de comunidad, y no una relación societaria. No hay entre ellos un fin social común que se superponga sobre el interés individual, ya que la creación de un FI no conduce a la constitución de ninguna clase de entidad corporativa para la articulación del conjunto de los inversores. Los inversores no intervienen de ninguna forma en las actividades de gestión del FI, y tampoco se prevén mecanismos organizativos de ningún tipo de la colectividad. Sus aportaciones se dirigen exclusivamente a la conformación de un patrimonio colectivo, y sus relaciones con la SG y la ED se estructuran

⁽¹⁰⁴⁾ Por lo demás, también desde la perspectiva de las diversas relaciones que conforman un contrato en favor de terceros y, con ello, del juego de las diversas acciones y excepciones que puedan plantearse, debe censurarse la transposición del contrato en favor de terceros a la relación objeto de nuestro estudio. Sólo si exclusivamente se tomara en consideración la relación entre el promitente y el tercero-beneficiario podría el inversor ser reputado titular de un derecho establecido en su favor, y la ED, sujeto pasivo contra la que cabría interponer la acción directa para la satisfacción y defensa de aquel derecho. Las otras relaciones que completan la estructura del contrato en favor de terceros presentan, no obstante, obstáculos insuperables a los fines de una interpretación positiva.

mediante relaciones jurídicas bilaterales que se derivan de la adquisición de las participaciones.

La posición jurídica de los inversores de un FI representará, sencillamente, una situación jurídica que contempla, de una parte, la posición contractual derivada de las relaciones negociales que los vinculan con la SG y con la ED, y de otra, la cotitularidad indivisa sobre unos bienes que conforman un patrimonio afectado a la inversión colectiva. La comunidad indivisa se originará como consecuencia de la vinculación negocial de los inversores con quienes tienen encargada la gestión *grosso modo* del patrimonio de inversión. Y es por razón del fin al que se afecta ese patrimonio por lo que los inversores quedan privados de cualquier facultad en materia de gestión y administración del fondo e, incluso, de facultades de control. Solamente sustrayendo a los inversores de algunas de las facultades que integrarían su dominio consigue preservarse la funcionalidad del modelo de inversión que representa el FI, en el sentido de satisfacer el interés del conjunto de los inversores, interés que se traduce en una gestión estable, uniforme y duradera de los ahorros que compongan el patrimonio separado.

Con la estructura jurídica adoptada por los FI, se advierte una verdadera alternativa a la estructura corporativa de inversión colectiva y, por el modelo de gestión autónoma que encauza, constituye un reflejo del desarrollo mismo al que ha derivado el propio sistema de economía de mercado. Puede sostenerse que el FI simboliza la forma de organización alternativa al modelo “corporativo”, pero, a su diferencia, el principio de heteroadministración viene a institucionalizarse plenamente, toda vez que el organicismo de terceros de las sociedades de capitales queda superado al ni tan siquiera crearse una organización administrativa que posibilite una mínima participación del inversor en la actividad de gestión, aun cuando lo fuera en concepto de alta dirección. El FI proyectará, en definitiva, un modelo de gestión que gana autonomía respecto de los inversores.

Como forma de organización de una administración de bienes en interés de terceros, el FI se ha erigido, no obstante, en una opción funcionalmente justificada, en razón, principalmente, a ese modelo de gestión autónoma y profesional que articula y, por supuesto, al beneficio de la responsabilidad limitada a la cuota de participación que, con motivo de la cantidad aportada en concepto de inversión, se prevé para los ahorradores. Constituye una atractiva alternativa, que permite una inversión sin implicación en el desarrollo de la actividad empresarial y con una estructura obligacional que proporciona instrumentos de control, diferentes a los previstos en el Derecho de sociedades, sobre el empleo de los recursos invertidos.

LA HIPOTECA INVERSA COMO INSTRUMENTO DE PROTECCIÓN SOCIAL

ANTONIO J. JIMÉNEZ CLAR

*Notario
Profesor Asociado de Derecho Civil
de la Universidad de Alicante*

RESUMEN

La hipoteca inversa permite convertir parte del valor de la vivienda familiar en ingresos líquidos sin necesidad de vender la misma. Una de las ventajas de la hipoteca inversa es que el prestatario no necesita realizar ninguna amortización durante su vida. La hipoteca inversa se configura como un sistema de garantía limitada, de tal forma que la deuda no puede exceder del valor de la vivienda hipotecada. De esta forma la hipoteca inversa permite conservar el uso de la vivienda familiar hasta el fallecimiento del prestatario y obtener al mismo tiempo la liquidez necesaria para atender sus necesidades básicas. Estas características hacen de la hipoteca inversa un instrumento apto para la autoprotección financiera de determinados grupos sociales vulnerables. La Ley 41/2007 ha introducido en España un modelo de hipoteca inversa dirigido fundamentalmente a las personas mayores o a personas en situación de dependencia, que precisa su adaptación al sistema legal español debido a su especial naturaleza.

Palabras clave: hipoteca inversa, garantía con responsabilidad limitada, uso de la vivienda habitual, grupos sociales vulnerables, autoprotección financiera.

ABSTRACT

The reverse mortgage enables one to convert part of the equity of one's home into income without having to sell the home. The advantage of a reverse mortgage is that the borrower does not need to make any payments during his lifetime. The reverse mortgage is a "non-recourse" loan as well. That means that the amount due can never exceed what the home is worth. This way, the borrower retains his rights as the homeowner until his death and, at the same time, receives money to meet his needs. By means of these characters, the reverse mortgage is an adequate mechanism of financial self-protection for vulnerable social groups.

Act 41/2007 has regulated reverse mortgages for the first time in Spain by introducing a special scheme, which is meant as a protection tool and addressed to the elderly and the dependent. These special features require that the reverse mortgage is adapted to the spanish legal system so as to avoid failing to function properly.

Key words: reverse mortgage, "non-recourse" loan, homeowner rights, vulnerable social groups, financial self-protection.

SUMARIO

- I. LA HIPOTECA COMO INSTRUMENTO PARA LA MOVILIZACIÓN DE LA PROPIEDAD.
- II. EL ESCENARIO SOCIAL DE LA HIPOTECA INVERSA.
- III. LA REGULACIÓN JURÍDICA DE LA HIPOTECA INVERSA EN NUESTRO PAÍS: LA LEY 41/2007.

1. Caracteres de la hipoteca inversa.

2. Requisitos.

A) Requisitos subjetivos.

- a) *La parte prestamista.*
- b) *La parte deudora.*
- c) *El beneficiario*
- d) *El fiador.*

B) Requisitos objetivos.

- a) *El crédito o préstamo garantizado.*
- b) *El bien inmueble hipotecado.*
 - 1. La tasación del bien inmueble hipotecado.
 - 2. El seguro contra daños.

C) Requisitos formales.

- a) *Régimen de transparencia y asesoramiento.*

D) Contenido.

- a) *La conservación de la garantía.*
 - 1. El vencimiento anticipado.
 - 2. La acción de devastación.
- b) *La transmisión voluntaria del inmueble hipotecado.*
- c) *La subrogación del acreedor.*

E) El vencimiento de la obligación.

- a) *La prueba y la notificación del fallecimiento del deudor hipotecario o del último de los beneficiarios.*
- b) *La determinación de los herederos.*

- c) *El plazo de vencimiento de la obligación.*
- d) *La facultad de pago atribuida a los herederos.*
- F) La extinción de la obligación asegurada y la cancelación de la hipoteca.
 - a) *La devolución del préstamo por los herederos.*
 - b) *El recobro de la deuda por la entidad acreedora.*
 - c) *La responsabilidad de los bienes hipotecados.*

IV. BIBLIOGRAFÍA.

I. LA HIPOTECA COMO INSTRUMENTO PARA LA MOVILIZACIÓN DE LA PROPIEDAD

La hipoteca es, ante todo, un instrumento de garantía que permite la utilización de recursos ajenos sobre la base de la seguridad económica que la propiedad inmueble proporciona. Por ello no parece aventurado hablar de una neutralidad inicial respecto de la función económica de la hipoteca principalmente derivada de su carácter accesorio. La hipoteca, en cuanto garantía, tiene como finalidad genérica la disminución del riesgo derivado del incumplimiento de la obligación asegurada, de tal forma que el contenido y estructura de la obligación influyen, en gran medida, en la configuración específica de cada tipo de hipoteca. De este modo el modelo básico de hipoteca se adapta a las necesidades que genera cada tipo de obligación garantizada, originando una serie de patrones o modelos particulares de hipoteca derivados de su utilización con propósitos económico-jurídicos específicos.

Sin embargo, en muchas ocasiones el desarrollo o la utilización masiva de un determinado tipo de hipoteca puede dar lugar a que sus características específicas, adaptadas a una determinada estructura económica, intenten suplantar, consciente o inconscientemente, los caracteres básicos con que el ordenamiento jurídico ha configurado inicialmente esta garantía. Así, el esquema inicial previsto por el ordenamiento jurídico para esta garantía se transforma, total o parcialmente, en el utilizado por hipotecas que persiguen una finalidad económica determinada.

Esta situación se produce en nuestro sistema jurídico cuando el peso específico de un determinado tipo de hipoteca, más concretamente, la hipoteca que garantiza los créditos para el acceso a la vivienda en propiedad, influye en el modelo general, modificando algunas de las reglas con las que fue inicialmente configurada. El *boom* de la vivienda y la idoneidad de la hipoteca como medio de financiación para el acceso a la misma dio lugar a que muchas de las normas particulares, derivadas y adaptadas del modelo general para instrumentar esta categoría de hipotecas (hipotecas de amortización que garantizaban el préstamo destinado a adquirir una vivienda utilizando como garantía el propio bien adquirido) *ascendían* a normas generales y se pretendía, como tales, su aplicación a otros tipos diversos de hipoteca. Esta situación produce un

efecto restrictivo respecto de otras posibles formas de utilización de la hipoteca, olvidando su inicial neutralidad económica. La hipoteca que asegura la financiación a la vivienda es una hipoteca marcadamente estable, con pocas modificaciones durante su vida económica, que permite la consagración los principios de accesoriedad y de especialidad, tan caros a un sistema que busca, sobre todo, la protección de los adquirentes y, en cuanto tales, de los acreedores. Su cuota de mercado, cercana al 90% de las hipotecas originadas en el mercado primario, hace que las normas que la rigen pretendan extenderse a otros tipos de hipoteca que persiguen finalidades distintas, impidiendo de esta forma su normal desarrollo y convirtiéndolas en formas marginales de garantía hipotecaria. Una de las consecuencias más destacadas de esta situación fue la práctica erradicación de la hipoteca mercantil mediante la aplicación a ésta de normas de naturaleza civil que la privan de su necesaria agilidad y flexibilidad. Pero la evolución económica de la sociedad dicta inexorablemente sus normas y exige la satisfacción de nuevas necesidades. La tranquila hipoteca sobre la que se construye en los años 80 la nueva doctrina de la especialidad y de la accesoriedad se torna cambiante y requiere un tratamiento más ágil. La generalización del interés variable y la creciente competencia entre las entidades financieras dan lugar a la revisión de muchas normas consideradas intocables y a una completa revisión de la teoría de la hipoteca, en la mayoría de los casos mediante la simple aplicación de las normas contenidas en la legislación civil material. Tal es el caso de la subrogación hipotecaria, construida por la ley de 1994 a partir del artículo 1211 del Código Civil. Lo mismo ocurre con la llamada hipoteca flotante, de vocación claramente mercantil, que aleja su contenido de la naturaleza protectora de las normas civiles para entrar en el *casi todo vale* del Derecho mercantil.

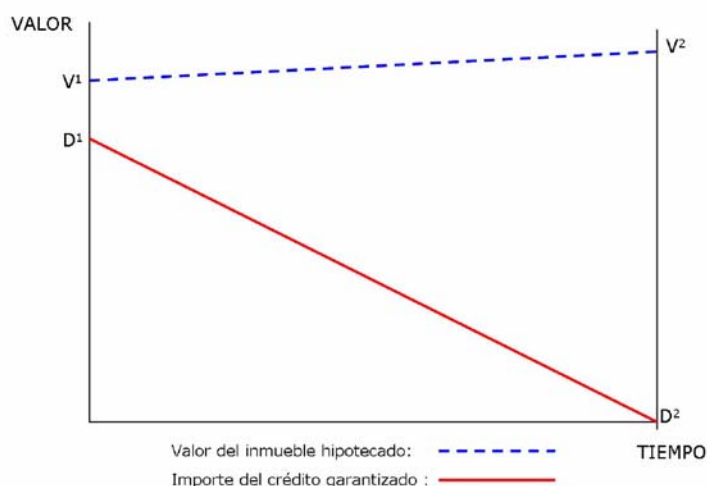
Parecida situación tiene lugar con la llamada en la actualidad hipoteca inversa, cuya función económica básica, la movilización del valor de los inmuebles por su propietario, ya estaba prevista en la Ley Hipotecaria de 1861.

Uno de los objetivos más importantes que inspiraron la reforma de 1861 fue el de alcanzar la movilización de la propiedad inmueble. La desamortización de los inmuebles, al permitir su enajenabilidad, hace posible el desarrollo del concepto del valor en cambio. Los bienes inmuebles, mediante su circulación en el mercado, generan una doble utilidad, de la que antes carecían: el uso material y el valor económico o valor de cambio. La potencialidad del valor económico como instrumento de garantía y su compatibilidad con el uso material del mismo inmueble hacen factible el rápido desarrollo de la hipoteca como medio de obtención de recursos financieros ajenos. La mentalidad capitalista que inspira la revolución industrial no quiere que el inversor inmovilice el valor económico de los inmuebles a causa del uso material que tiene que hacer al mismo tiempo de éstos. En esta encrucijada histórica se desarrollan de forma incipiente las dos funciones económicas primarias que va a cumplir la hipoteca. De un lado, la utilización del propio patrimonio inmobiliario como garantía para la obtención de recursos financieros. Del otro, la utilización del valor en cambio como instrumento financiero que permite la adquisición de los bienes inmuebles, utilizando como garantía los mismos bienes que se pretenden adquirir.

El gradual deterioro de la efectividad práctica de la condición resolutoria y la creciente intervención de un tercer interlocutor, las entidades financieras, en el proceso de adquisición impulsaron de forma imparable el desarrollo de esta segunda modalidad de hipoteca como instrumento financiero al servicio de aquellos supuestos en los que el adquirente carece de recursos propios suficientes para garantizar el aplazamiento del pago del precio. La idoneidad de este sistema para respaldar el fenómeno sociológico y económico de la adquisición en propiedad de la primera vivienda, que tiene lugar a lo largo sobre todo de la segunda mitad del siglo XX, eleva a esta modalidad de hipoteca a la categoría de paradigma. No obstante todo ello, la movilización de la propiedad inmueble ya adquirida como mecanismo de autofinanciación ha cobrado nuevo impulso al variar las circunstancias económicas de determinados segmentos de la sociedad, permitiendo movilizar de nuevo el valor de los bienes ya adquiridos.

De esta forma la estructura económica de la hipoteca como sistema de movilización de los bienes inmuebles puede adoptar dos formas básicas, como señala MURO VILLALÓN⁽¹⁾: en la primera el valor en cambio del inmueble garantiza las cantidades utilizadas para la adquisición del propio inmueble (*forward mortgage*) mientras que en la segunda se utiliza el patrimonio del deudor como garantía para obtener liquidez con cargo a éste (*equity release*).

La primera modalidad se caracteriza por la circunstancia de que, a medida que se amortiza el préstamo, se produce una disminución del pasivo (la deuda disminuye) y un correlativo aumento del activo (aumenta el valor del patrimonio libre de cargas), relación denominada *falling debt, rising equity* en Derecho anglosajón.

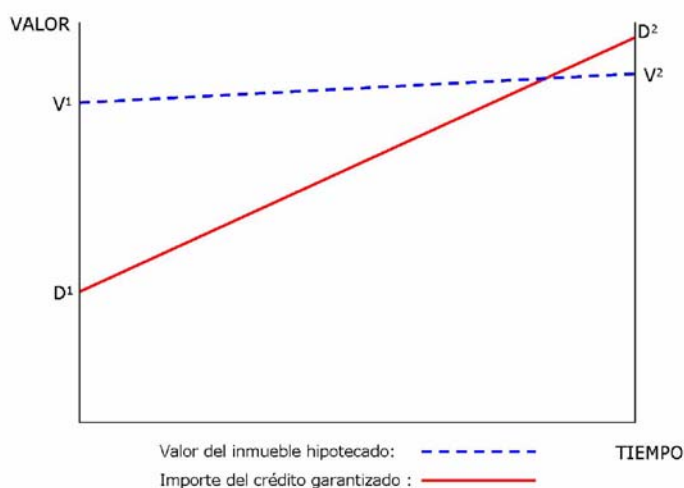


(Figura 1: la hipoteca de amortización inicial constante)

⁽¹⁾ MURO VILLALÓN, Jesús Víctor, "La hipoteca inversa". En AA.VV. *Jornadas sobre la Ley por la que se modifica la Ley 27/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario*, Madrid, 2008, p. 154.

En la figura 1 se puede apreciar el funcionamiento económico de este tipo de garantías. La línea V^1 - V^2 representa el valor del inmueble hipotecado, que se suele mantener en alza a lo largo de la vida del préstamo. La línea D^1 - D^2 representa la deuda garantizada por la hipoteca, que disminuye a lo largo de la vida del préstamo y a medida que éste se va amortizando. El segmento V^1 - D^1 representa la ratio entre el valor del inmueble y la cantidad obtenida a cargo del mismo (*LTV* o ratio *loan-to-value*).

En la segunda modalidad de movilización de la propiedad inmueble (*equity release*), el funcionamiento es radicalmente opuesto al anterior, ya que a medida que transcurre la vida del préstamo, aumenta el pasivo (la cantidad adeudada crece) y correlativamente disminuye el activo (la cantidad líquida residual disponible con cargo al inmueble disminuye progresivamente), relación denominada *rising debt, falling equity* en Derecho anglosajón. A su vez este tipo de hipoteca puede revestir diversas formas teniendo en cuenta el ritmo y la forma de amortización de la deuda. Dentro de las modalidades posibles destaca la llamada hipoteca inversa, conocida en Derecho anglosajón como *reverse mortgage* (USA) o *lifetime mortgage* (Inglaterra), en la que destacan dos puntos básicos en su estructura económica: el deudor hipotecario no amortiza capital ni intereses durante la vida de la hipoteca y su vencimiento se produce al fallecimiento del deudor hipotecario o cuando éste transmite la finca hipotecada.



(Figura 2: la hipoteca inversa)

La figura 2 describe la estructura económica de la hipoteca inversa. La línea V^1 - V^2 representa el valor del inmueble hipotecado, que se suele mantener en alza a lo largo de la vida del préstamo. La línea D^1 - D^2 representa la deuda garantizada por la hipoteca, que aumenta a lo largo de la vida del préstamo y a medida que el capital inicial va devengando intereses. El segmento D^2 - V^2 representa un escenario de patrimonio negativo en el que el importe final de la deuda (D^2) supera el valor del inmueble en ese momento (V^2).

II. EL ESCENARIO SOCIAL DE LA HIPOTECA INVERSA

En la mayor parte de los países de nuestro entorno cultural, en los que existe una opción real de acceso a la vivienda, la población prefiere la propiedad al alquiler y las autoridades públicas normalmente ofrecen incentivos a esta opción. Las razones económicas juegan, junto a otras de carácter social y psicológico, un papel fundamental. La vivienda en propiedad es más rentable que el alquiler, si los propietarios no cambian de vivienda con demasiada frecuencia. Esto se debe, principalmente, a que la propiedad disfruta de importantes ventajas fiscales. Únicamente una elevada presión fiscal sobre las transmisiones desincentivaría el acceso a la propiedad en el supuesto de una gran movilidad residencial. Sin embargo, la movilidad residencial disminuye de manera muy acusada con la edad y especialmente, es prácticamente nula tras los primeros años de jubilación.

De otro lado, una de las circunstancias que caracterizan la sociedad actual es su longevidad. La edad de vida de la población es cada vez más alta. El Instituto Nacional de Estadística (INE) establecía para 2005 una esperanza de vida al nacimiento de 80,23 años, mientras que en 1901 era de 34,76 años. Al mismo tiempo, la edad de jubilación ha ido descendiendo gradualmente año tras año. La combinación de estos factores ha dado lugar a la aparición de un umbral cada vez más amplio de población, cuya subsistencia va a depender en gran medida del ahorro que haya podido generar. Las pensiones no crecen al mismo ritmo que el coste real de la vida y la creciente pérdida de poder adquisitivo hace preciso en muchas ocasiones acudir al patrimonio ahorrado. El aumento de la esperanza de vida conduce, además, a un deterioro físico que, en muchos casos, llega a producir situaciones de dependencia con el consiguiente coste social y económico que esta circunstancia conlleva.

Muchos países han comenzado a diseñar la cobertura legal para la asistencia de este segmento de población que se encuentra en situación de dependencia en muchas ocasiones. Dentro del conjunto de medidas previstas para atender a este problema social, el legislador ha sentado las bases para establecer mecanismos de *autoatención* que permitan a la persona dependiente utilizar sus propios recursos económicos para cubrir las necesidades derivadas de la situación de dependencia. Habida cuenta de que en muchos casos el patrimonio de las personas en situación de dependencia está compuesto por bienes inmuebles y en más casos únicamente por la vivienda familiar, el legislador ha introducido, como mecanismo de autoatención, la llamada hipoteca inversa, utilizada en el mercado anglosajón con la denominación de *reverse mortgage* o *equity release*. Como señala ZURITA MARTÍN⁽²⁾, entre los medios jurídicos encaminados a esta *autoatención* debe situarse la hipoteca inversa, que no es otra cosa que un instrumento jurídico que puede permitir a un sujeto subvenir sus necesidades asistenciales de la forma más adecuada a su modo de ver la vida, proporcionándole aquello que necesita sin tener que acudir, en la medida de lo posible, a mecanismos generales

(2) ZURITA MARTÍN, Isabel, "La nueva normativa reguladora de la hipoteca inversa". *Revista Crítica de Derecho inmobiliario*, núm. 707, p. 1277.

de asistencia social, especialmente evitando tener que salir de su entorno habitual y ser internado en centros residenciales o geriátricos

El modelo económico de la hipoteca inversa se caracteriza por una nota especial: el vencimiento de la obligación garantizada tiene lugar al fallecimiento del prestatario o de la persona designada en el momento de su constitución. Esta circunstancia supone que la exigibilidad de la obligación asegurada por la hipoteca queda sujeta al llamado *término incierto* (un acontecimiento futuro que, aunque se ha de producir necesariamente, se ignora cuándo tendrá lugar).

El funcionamiento básico de la hipoteca inversa es el siguiente: una entidad de crédito concede a una persona un préstamo, que puede consistir en una suma alzada, en una línea de crédito, o en una serie de pagos periódicos y que se garantiza con hipoteca sobre un inmueble. La entidad acreedora no podrá exigir la devolución de la cantidad prestada ni de sus intereses hasta el fallecimiento del prestatario. Cuando se produce el fallecimiento, los herederos del prestatario podrán amortizar el préstamo y los intereses, cancelando el préstamo o en caso contrario la entidad acreedora podrá declarar vencida la obligación y proceder a la ejecución de la garantía.

En la hipoteca inversa existe una dosis de indeterminación en la obligación asegurada, ya que, aunque se conoce el importe del principal, la cantidad debida por intereses, que a la postre depende de la duración de la vida del deudor hipotecario, no se podrá determinar hasta el fallecimiento del prestatario. El importe de los intereses depende del tiempo que medie entre la fecha de la entrega del capital y la fecha de fallecimiento del prestatario.

Sin embargo, la indeterminación inicial de parte de la deuda no permite calificar el contrato necesariamente como *aleatorio*, ya que el fallecimiento del prestatario no determina la equivalencia de la prestación de las partes, sino únicamente la exigibilidad de la prestación. Es decir, la equivalencia entre las prestaciones de las partes, esto es, la cuantía de cada una en relación con la otra, no queda previamente sometida a un suceso incierto e independiente de su voluntad. Por ello no hay que confundir el azar, ingrediente básico de los negocios aleatorios, como es el contrato de renta vitalicia, que también puede ser asegurado mediante hipoteca, con el riesgo de cobro que siempre conlleva la devolución de un préstamo por insolvencia del deudor o por insuficiencia de las garantías. En la hipoteca inversa, el fallecimiento del prestatario determina el vencimiento de la obligación, de tal forma que el capital máximo entregado será siempre el mismo, con independencia de la longevidad del deudor. Únicamente el importe de los intereses vendrá determinado por la duración de la vida del prestatario. Por esta causa, la viabilidad de la hipoteca inversa depende de una doble circunstancia: la edad del prestatario y el valor del inmueble. El riesgo añadido que el acreedor asume en la hipoteca inversa es que se produzca una situación de *patrimonio negativo*, que tiene lugar cuando el importe de la deuda supera el valor del bien dado en garantía.

Durante el período de duración del préstamo, la deuda generalmente crece más rápidamente que el valor de la propiedad, dado que los intereses se van acumulando al valor total del capital prestado. Por tanto, si el prestatario vive más de lo previsto en el cálculo actuarial, o el valor del inmueble decrece notoriamente, la deuda puede incluso superar el valor de la propiedad. Los primeros modelos de este instrumento, aplicados

en Inglaterra durante los 80, requerían la amortización del préstamo, lo que desembocaba en situaciones muy desfavorables, como señala el Informe Taffin.

Este riesgo es especialmente importante en la hipoteca inversa debido a la circunstancia de que la exigibilidad de la deuda coincide con el fallecimiento del deudor, por lo que en muchas situaciones la seguridad del acreedor queda limitada al valor que el inmueble hipotecado tenga en el momento del fallecimiento del deudor. Por ello este tipo de garantías se articulan sobre dos circunstancias básicas. En primer lugar, la edad del solicitante. La Ley 41/2007 establece una edad mínima de 65 años. En Estados Unidos la edad mínima es de 62 años. De esta forma, mediante tablas actuariales, que establecen la esperanza de supervivencia media, se calcula el período de carencia de amortización (de capital e intereses) del préstamo. En segundo lugar se determina, mediante la valoración del inmueble, el porcentaje de éste que se puede entregar en concepto de préstamo, atendiendo a la edad del solicitante y a la posible evolución del inmueble en el mercado. De este modo se calcula el riesgo añadido que conlleva la hipoteca inversa por su especial forma de amortización, que descansa exclusivamente en el valor que tendrá el inmueble hipotecado al fallecimiento del deudor.

La posibilidad de que la cantidad adeudada por el propietario o sus herederos pueda exceder el valor de la propiedad trae como consecuencia el riesgo para el acreedor de que el préstamo no pueda llegar a ser amortizado si existe un patrimonio negativo (*negative equity*). Ésta es la razón por la que, en la actualidad, estos préstamos utilicen una serie de garantías adicionales que se apartan y, en algunos casos, incluso quiebran las normas que configuran el concepto tradicional de hipoteca. La construcción clásica del concepto de hipoteca es fiel al principio de que la hipoteca, debido a su eficacia *erga omnes*, no supone en ningún caso una limitación a la libre disposición del bien hipotecado, de tal forma que un inmueble puede ser hipotecado sucesivas veces.

La especial configuración de la hipoteca inversa, que ha sido establecida en atención a una finalidad específica, obtener un capital sobre la propia vivienda que será reembolsado al fallecimiento del deudor, hace que el principio de la libre circulación de los bienes inmuebles no case bien con esta modalidad de hipoteca. La posibilidad de que el préstamo haya de ser reembolsado apoyándose exclusivamente en el valor del inmueble dota a esta forma de garantía de una vocación de exclusividad, que se refleja en el hecho de que muchos ordenamientos exijan que la hipoteca inversa se constituya con el carácter de única. Esta circunstancia la dota de una naturaleza personalísima que perjudica su idoneidad para ser objeto de tráfico jurídico, en especial debido a su especial forma de vencimiento.

Por ello, su coexistencia con otras hipotecas convencionales sobre el mismo bien es cuanto menos problemática, ya que la ejecución de una hipoteca posterior o la subrogación de un nuevo deudor quedarían en cierta medida pendientes del fallecimiento del deudor inicial. Para paliar los inconvenientes que podrían derivarse de esta situación, cada sistema jurídico ha establecido normas para evitar la colisión entre garantías que, aunque nominalmente pertenecen al mismo tipo, su estructura y funcionamiento obedecen a fundamentos muy distintos. Así, en Estados Unidos la hipoteca inversa debe ser la única hipoteca existente sobre el bien hipotecado. En nuestro país la

Ley 41/2007 establece el vencimiento anticipado de la obligación si el deudor transmite voluntariamente el bien hipotecado. En otros ordenamientos jurídicos se establece, en el mismo sentido, que la pérdida del carácter de vivienda habitual del inmueble hipotecado (por cambio de domicilio del deudor) puede ser también causa de vencimiento anticipado.

III. LA REGULACIÓN JURÍDICA DE LA HIPOTECA INVERSA EN NUESTRO PAÍS: LA LEY 41/2007

La Ley 41/2007, de 7 de diciembre (BOE de 8 de diciembre de 2002), respondiendo a una demanda y a una tipicidad social preexistente, ha regulado por vez primera la hipoteca inversa en nuestro sistema jurídico. Hacer líquido el valor de la vivienda mediante productos financieros —dice su Preámbulo— podría contribuir a paliar uno de los grandes problemas socioeconómicos que tienen España y la mayoría de países desarrollados: la satisfacción del incremento de las necesidades de renta durante los últimos años de la vida. No cabe duda, pues, de que el desarrollo de un mercado de hipotecas inversas que permitan a los mayores utilizar parte de su patrimonio inmobiliario para aumentar su renta ofrece un gran potencial de generación de beneficios económicos y sociales. La posibilidad de disfrutar en vida del ahorro acumulado en la vivienda aumentaría enormemente la capacidad para suavizar el perfil de renta y consumo a lo largo del ciclo vital, con el consiguiente efecto positivo sobre el bienestar.

La primera cuestión es la determinación del alcance de la normativa que contiene la Ley 41/2007, en especial si tiene carácter general o, por el contrario, se limita a regular un específico tipo de hipoteca. La ordenación que la Ley 41/2007 hace de la hipoteca inversa es eminentemente finalista. Aunque admite con carácter general la posibilidad de creación de este tipo de hipotecas en nuestro sistema jurídico, la regulación que establece de la misma está concebida para una situación especial: la obtención de fondos para la *autoatención* de las necesidades de los mayores o en situación de gran dependencia o dependencia severa mediante la utilización de la vivienda habitual como garantía hipotecaria. El hecho de que la regulación legal se contenga en una disposición adicional de la Ley 41/2007 y no se haya optado por modificar o añadir nuevos preceptos en la legislación hipotecaria (como así ha ocurrido en el caso de la hipoteca flotante) parecen dar a entender que nos encontramos ante una norma especial, que regula un supuesto de hecho específico cuyas condiciones han de cumplirse íntegramente. Abundan en esta solución la existencia de normas de naturaleza excepcional tales como la posibilidad de vencimiento anticipado por la transmisión voluntaria de la vivienda o la derogación del límite de cobertura de intereses, contenido en el artículo 114 de la Ley Hipotecaria, o la limitación del importe de la deuda a los bienes de la herencia del deudor, así como la existencia de determinados beneficios fiscales. Por todo ello parece más prudente entender que nos hallamos ante el modelo cerrado de un tipo especial de hipoteca que debe entenderse integrado entre las normas que el ordenamiento jurídico dedica a la protección de determinados grupos sociales.

Todo ello sin perjuicio de que, dentro de sus límites, la regulación de la hipoteca inversa contenida en la Ley 41/2007 permita ser utilizada como normativa supletoria

para un modelo amplio de hipoteca inversa. Este modelo general de hipoteca inversa deberá ser integrado por la normativa hipotecaria existente hasta la fecha, si bien manteniendo la especialidad de este tipo de garantía: la posibilidad de establecer el fallecimiento de una persona como momento para determinar el vencimiento y la exigibilidad de la obligación garantizada. Así lo reconoce el número 10 de la disposición adicional 1.^a al señalar que podrán instrumentarse hipotecas inversas sobre cualesquiera otros inmuebles distintos de la vivienda habitual del solicitante. A estas hipotecas inversas no les serán de aplicación los apartados anteriores de esta disposición. Como señala ROMERO CANDAU⁽³⁾ se puede hablar de hipoteca inversa y de hipoteca inversa protegida por la Ley 41/2007. Esta última es variante de la primera y ha de reunir todos los requisitos que para ello exige la citada norma.

1. Caracteres de la hipoteca inversa

Sobre estas premisas, la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 diseña un modelo de hipoteca que tiene un carácter marcadamente instrumental, que va dirigida a unos destinatarios determinados (personas mayores de 65 años o en situación de dependencia) y que recae sobre inmuebles determinados (vivienda habitual). Se pueden destacar, como características básicas de la hipoteca inversa, las siguientes:

1. Se trata de una hipoteca que garantiza un capital **inicialmente determinado**, que se entregará de una sola vez o de forma periódica. La hipoteca inversa no está concebida para garantizar una renta, pensión o cualquier otra prestación cuya cuantía sea variable y dependa de la vida del solicitante. Todo ello sin perjuicio de que el capital obtenido pueda ser utilizado para contratar un seguro de estas características. Así lo confirma el Preámbulo de la Ley 41/2007 al señalar expresamente que cuando se alcanza el importe del capital concedido, si éste se paga fraccionadamente, el mayor o dependiente deja de disponer de la renta y la deuda sigue generando intereses. Por tanto la hipoteca inversa, tal como la configura la Ley 41/2007, no tiene naturaleza de contrato aleatorio. El fallecimiento del deudor hipotecario, o en su caso del beneficiario, determinan el vencimiento de la hipoteca y la exigibilidad de la deuda, pero nunca la equivalencia de las prestaciones entre las partes contratantes. Únicamente en el supuesto de que el deudor hipotecario falleciera antes de la total disposición del capital inicialmente concedido, el momento de su fallecimiento serviría para determinar el montante de la deuda exigible. Sin embargo, como apunta ZURITA MARTÍN⁽⁴⁾, lo deseable hubiese sido que el carácter aleatorio del negocio quedara perfectamente identificado y definido por la Ley

2. La hipoteca inversa sólo puede recaer sobre la **vivienda habitual** del solicitante. Presumiblemente la Ley 41/2007 parte del supuesto de que el solicitante de

(3) ROMERO CANDAU, Pedro Antonio, "La hipoteca inversa", en AA.VV. *Hacia un nuevo Derecho hipotecario. Estudios sobre la ley 41/2007 de reforma del mercado hipotecario*, Madrid, 2008, p. 310.

(4) ZURITA MARTÍN, Isabel, "La nueva normativa reguladora de la hipoteca inversa", en *Revista Crítica de Derecho inmobiliario*, núm. 707, p. 1316.

dicha garantía carece de otros bienes para obtener recursos financieros con los que atender sus necesidades básicas o de las personas que dependen de él. Por ello la finalidad social de autoprotección que persigue la Ley 41/2007 constriñe el régimen especial que estructura a la circunstancia de que la finca hipotecada sea la vivienda habitual del solicitante-deudor.

3. El inmueble sobre el que se constituye la hipoteca inversa deberá ser **imperativamente tasado y asegurado contra daños** de acuerdo con los términos y los requisitos que se establecen en los artículos 7 y 8 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario. La inclusión de este requisito específico no persigue únicamente la finalidad de establecer de forma inicial la elegibilidad de esta garantía para su posterior titulización, puesto que las condiciones de aptitud que deben reunir los préstamos y créditos hipotecarios, sean de la clase que fueren, para ser incorporados al mercado secundario vienen reguladas por la citada Ley 2/1981 del Mercado Hipotecario (que ha sido a su vez modificada por la Ley 41/2007), que es de aplicación general a todo tipo de hipotecas, incluida la hipoteca inversa, por lo que no es necesario la redundancia en tal sentido. La necesidad de la tasación y del seguro obedece también a la circunstancia de que la hipoteca inversa, a diferencia de otras modalidades de hipoteca, descansa sobre el valor en cambio del bien inmueble y no sobre la capacidad de pago del deudor hipotecario. Por esta razón, el valor del inmueble debe ser cierto desde el momento de la constitución de la hipoteca y ha de ser conservado durante la vida de éste, puesto que el diseño jurídico-económico de la hipoteca inversa descansa sobre el valor del inmueble no sólo como garantía del crédito concedido sino también como probable medio de pago.

4. Este tipo de hipotecas sólo pueden ser concedidas por las **entidades de crédito** y por las **entidades aseguradoras** autorizadas para operar en España. Las condiciones de vulnerabilidad de los grupos sociales (personas mayores o en situación de dependencia) a los que va destinado este producto hace aconsejable la exclusión de este mercado de todos aquellos operadores financieros que no estén sujetos a la especial normativa de supervisión a la que están sometidas dichas entidades.

5. La Ley 41/2007 contempla y regula la figura jurídica del **beneficiario** como aquella persona o personas cuyo fallecimiento podrá estipularse como momento para determinar el vencimiento y la exigibilidad de la deuda. Aunque por lo normal el beneficiario será la persona o personas favorecidas por las prestaciones económicas procedentes de la entidad acreedora, lo cierto es que la Ley 41/2007 sólo contempla esta figura a los efectos de determinar el vencimiento de la hipoteca. Por tanto cabría la posibilidad de que el beneficiario sólo lo fuera a los efectos de la *congelación* de la exigibilidad de la hipoteca y mantenimiento del uso de la vivienda, a pesar del fallecimiento del deudor hipotecario, el cual es, por definición, titular del inmueble hipotecado. En este caso de supervivencia del beneficiario al deudor hipotecario, señala MORILLO⁽⁵⁾, habrán de tenerse en cuenta los derechos de eventuales legitimarios de éste.

⁽⁵⁾ MORILLO, Francisco Javier, "El crédito hipotecario inverso". *El Notario del siglo XXI*, núm. 17, enero-febrero 2008, p. 162.

La finalidad social de autoprotección que persigue la Ley sirve para enmarcar la condición de beneficiario, ya que indudablemente su institución está estrechamente ligada al uso de la vivienda hipotecada. La condición jurídica de beneficiario ha quedado además desligada de cualquier categoría legal previa (como el vínculo matrimonial o determinadas relaciones de parentesco), de tal forma que será únicamente el acuerdo inicial de los contratantes el que determine, sin límite de número, la persona o personas que van a adquirir la cualidad jurídica de beneficiario. En este sentido, como señala ANGUITA RÍOS ⁽⁶⁾, con la redacción actual de la Ley se amplía el círculo de personas que pueden recibir la prestación económica, que en el proyecto de ley se limitaba al cónyuge.

6. La figura de la hipoteca inversa está estrechamente relacionada con la figura de la hipoteca de responsabilidad limitada y con la institución anglosajona de los *non recourse loans*. De esta forma la responsabilidad por la deuda garantizada por la hipoteca inversa queda **limitada a los bienes que componen la herencia** del deudor, sin que pueda extenderse a los bienes propios de los herederos

7. La hipoteca inversa no tiene carácter finalista, puesto que no exige como requisito para su constitución que el capital entregado deba destinarse para un fin específico. Del mismo modo tampoco impone la Ley 41/2007 la forma en que haya de disponerse del capital prestado por el deudor hipotecario o entregarse por la entidad acreedora.

8. La hipoteca inversa ha de constituirse necesariamente como **contrato de carácter vitalicio** en la medida en que las prestaciones a que queda obligada la entidad acreedora tiene el límite temporal máximo de la vida del deudor hipotecario, o del beneficiario, en su caso. El fallecimiento del deudor hipotecario antes de la finalización de la entrega de la totalidad del capital pactado no transmite a sus herederos derecho alguno para la reclamación de la parte pendiente de entrega.

2. Requisitos

La Ley 41/2007 establece una serie de requisitos para la aplicación del régimen especial de la hipoteca inversa que regula. Algunos de ellos, de naturaleza subjetiva, configuran esta modalidad de garantía con un marcado carácter personalísimo, en la medida en que está pensada para personas que reúnen unas condiciones muy específicas. Como consecuencia de ello, las posibilidades de novación subjetiva o de novación de este tipo de garantías están marcadamente restringidas. Junto a ellos la norma establece otros requisitos objetivos relativos al crédito y al inmueble hipotecado, que confirman el carácter especial que distingue a la hipoteca inversa prevista por la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007.

Por todo ello, parece que los requisitos establecidos por la citada Ley 41/2007 han de cumplirse íntegramente para que se puedan producir los efectos previstos por ella,

⁽⁶⁾ ANGUITA RÍOS, Rosa María, “Regulación relativa a la hipoteca inversa según la Ley 41/2007, de 7 de diciembre”, *Diario La Ley*, núm. 6875, febrero 2008.

algunos de carácter claramente excepcional respecto de la normativa general de la hipoteca y de sus efectos frente a terceros. No cabe, pues, entender la posibilidad de constitución de una hipoteca inversa *incompleta* a la vista del carácter excepcional y derogatorio del régimen general de la hipoteca que contiene la citada disposición adicional 1.^a. Todo ello sin perjuicio de la posibilidad de integrar otras modalidades de este tipo de hipoteca al amparo de lo establecido por el número 10 de la citada disposición adicional, en virtud del cual *podrán instrumentarse hipotecas inversas sobre cualesquiera otros inmuebles distintos de la vivienda habitual del solicitante. A estas hipotecas inversas no les serán de aplicación los apartados anteriores de esta disposición*. Habida cuenta del carácter excepcional de muchas de las reglas contenidas en la disposición adicional 1.^a que alteran materias de orden público económico relativas a la responsabilidad y comunicación de deudas, a la libre transmisión de los bienes hipotecados o a la extensión frente a terceros de la responsabilidad hipotecaria, hay que entender incluida enteramente la normativa contenida en la disposición adicional 1.^a dentro de la expresión *apartados anteriores de esta disposición* y no solamente los relativos a las bonificaciones notariales, registrales y fiscales, que son los apartados inmediatamente anteriores. Refuerza esta solución la circunstancia de que la hipoteca inversa regulada por la disposición adicional 1.^a debe entenderse comprendida dentro de la normativa especial protectora de determinados grupos sociales, cuya vulnerabilidad justifica las excepciones contenidas en la norma. Cabrá, por tanto, la posibilidad de constituir válidamente hipotecas inversas, utilizando su estructura económica para movilizar los inmuebles del deudor, en la medida en que los pactos contenidos en ella no contravengan el orden público económico o estén apoyados en una norma que expresamente los permita.

A) Requisitos subjetivos

Desde un punto de vista subjetivo, la obligación garantizada por la hipoteca inversa está compuesta, de un lado, por el acreedor, y del otro, por el solicitante-deudor. Junto a estos dos polos, integrantes de cualquier tipo de obligación, la Ley 41/2007 introduce la figura del beneficiario.

a) *La parte prestamista*

Inicialmente el Proyecto de la Ley 41/2007 contemplaba únicamente la posibilidad de que la parte prestamista fuera una entidad financiera, ampliando posteriormente esta contingencia a las entidades aseguradoras. Por tanto, la parte acreedora o prestamista deberá ser necesariamente una entidad de crédito o una entidad aseguradora autorizada para operar en España, sin perjuicio en cuanto a estas últimas de los límites, requisitos o condiciones que imponga su normativa sectorial.

En este punto se plantea la cuestión de qué hay que entender por entidad financiera, puesto que la disposición adicional 1.^a no se remite expresamente a la lista de entidades de crédito que contiene el artículo 2 de la Ley del Mercado Hipotecario, (también redactado de nuevo por la Ley 41/2007), a diferencia de otras normas modificadas por la misma ley. Frente a la posibilidad de admitir que la parte prestataria pueda ser cualquier entidad de crédito, con las graves repercusiones que podría tener para el

deudor la falta de control de este tipo de hipotecas, parece más razonable entender limitado el ámbito de actuación, al igual que en el caso del artículo 153 bis (hipoteca flotante) de la Ley Hipotecaria (introducido también por la Ley 41/2007) a las entidades de financieras a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981 del Mercado Hipotecario. Esta solución se justifica, como dice el Preámbulo de la Ley 41/2007, por la especial normativa de supervisión a la que están sometidas dichas entidades que, de esta forma, reforzaría el carácter de norma excepcional y protectora de la disposición adicional 1.^a. Las entidades a que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981 del Mercado Hipotecario son las siguientes: a) los bancos y, cuando así lo permitan sus respectivos estatutos, las entidades oficiales de crédito, b) las cajas de ahorro y la Confederación Española de Cajas de Ahorro, c) las cooperativas de crédito y d) los establecimientos financieros de crédito. Quedarían así excluidos cualesquiera otros operadores del mercado crediticio tales como las llamadas empresas de reagrupación de créditos y otros intermediarios financieros del capital privado.

b) *La parte deudora*

Habida cuenta de la finalidad protectora de determinados grupos sociales especialmente desprotegidos, la Ley 41/2007 delimita la figura del deudor desde una perspectiva marcadamente personalista y restrictiva. Ello es así porque una de las finalidades prioritarias de la norma es la de evitar que el vencimiento de la hipoteca pueda privar al deudor del uso de su vivienda habitual. De esta forma la Ley 41/2007 parece descartar, de entrada, la posibilidad del hipotecante no deudor, como atinadamente señala ANGUITA RÍOS⁽⁷⁾, asociando el préstamo con la titularidad de la garantía como requisito necesario. Esta solución parece la más consecuente con el objetivo de la norma y confirma la hipoteca inversa como un instrumento financiero de autoprotección.

El solicitante del crédito o del préstamo, que, una vez concedido, pasa a ser el deudor, debe cumplir los siguientes requisitos:

1. Ser necesariamente una persona física.
2. Ser titular del bien inmueble que se hipoteca, que además tiene que constituir su vivienda habitual.
3. Tener una edad igual o superior a los 65 años o estar afectado de dependencia severa o gran dependencia.

La exclusión inicial de la figura del hipotecante no deudor, unida a la circunstancia de que la Ley 41/2007 no impone carácter finalista a la disposición o uso que el deudor vaya a hacer con los fondos recibidos, plantea la cuestión de la viabilidad de la constitución de una hipoteca de este tipo por representante que actúa en virtud de un apoderamiento preventivo otorgado al amparo de lo previsto en el artículo 1732 del

⁽⁷⁾ ANGUITA RÍOS, Rosa María, “Regulación relativa a la hipoteca inversa según la Ley 41/2007, de 7 de diciembre”, *Diario La Ley*, núm. 6875, febrero 2008.

Código Civil, por persona que se halla en situación de incapacidad no declarada legalmente. Habría de estarse en este caso a las facultades conferidas en el poder y, en el caso de que éste no contemplara expresamente la posibilidad de constitución de una hipoteca de esta clase, permitiendo genéricamente la constitución de hipotecas sobre inmuebles, sería conveniente consignar expresamente el motivo y el destino que va a dar el apoderado a los fondos obtenidos, con el fin de que esta actuación pudiese ser valorada y justificada adecuadamente ante un posterior control judicial. De esta forma se conciliaría la actuación del apoderado con la norma contenida en el artículo 2012, 2.º de la Ley de Enjuiciamiento Civil, que exige la expresión del motivo y la finalidad a que se debe aplicar la suma que se obtenga, cuando se solicita autorización judicial para hipotecar los bienes del incapacitado, de acuerdo con lo previsto en el artículo 271 del Código Civil.

Otra cuestión que plantea la configuración subjetiva del solicitante deudor es la acreditación de la situación de dependencia en los grados exigidos por la Ley 41/2007 (severa o gran dependencia). Aunque la Ley 39/2006, de 14 de diciembre, de Promoción de la Autonomía Personal y Atención a las personas en situación de dependencia define en su artículo 2 qué hay que entender por dependencia y establece en su artículo 26 los grados de ésta, la valoración de esta circunstancia requiere su reconocimiento administrativo. En este sentido, el artículo 28 de la Ley 39/2006 determina que el reconocimiento de la situación de dependencia se efectuará mediante resolución expedida por la Administración Autonómica correspondiente a la residencia del solicitante y tendrá validez en todo el territorio del Estado. Cuando concurren las dos circunstancias, dependencia y edad, será suficiente acreditar la segunda circunstancia para la válida constitución de la hipoteca inversa, sin necesidad de justificar la situación de dependencia.

c) *El beneficiario*

Junto al solicitante-deudor, la Ley 41/2007 recoge la figura del **beneficiario**, que debe cumplir dos requisitos:

1. Tener una edad igual o superior a los 65 años o estar afectado de dependencia severa o gran dependencia.
2. Haber sido designado por el solicitante-deudor.

El beneficiario es aquella persona o personas que van a recibir, junto con el solicitante-deudor, las utilidades del capital prestado. La posición jurídica del beneficiario se delimita por dos circunstancias: una de carácter excluyente: el beneficiario no es el solicitante ni el deudor hipotecante (no tiene en ningún momento la condición de deudor frente a la entidad acreedora) y otra de naturaleza integradora de la hipoteca: su fallecimiento puede tener relevancia, si así se ha estipulado, para determinar el vencimiento de la deuda garantizada.

La conexión del beneficiario con el contrato de hipoteca inversa se puede producir por dos vías diferentes. Cuando la hipoteca inversa contenga una estipulación a favor de tercero a cargo de la entidad prestamista que suponga una atribución patrimo-

nial (*beneficiario patrimonial* de la hipoteca), se requerirá la aceptación de éste (artículo 1259 del Código Civil), si bien no tendrá la consideración de parte en el contrato ni será deudor frente a la entidad prestamista. En el caso de que se estipule que el vencimiento de la deuda vendrá determinado por el fallecimiento del beneficiario (*beneficiario temporal* de la hipoteca) será preciso establecer, en el momento de constitución de la hipoteca, los mecanismos que permitan conocer de forma indubitada esta circunstancia.

Por ello se hace preciso analizar la figura del beneficiario utilizando dos perspectivas o niveles diferentes: de un lado las repercusiones o eficacia que su designación puede tener respecto de la hipoteca inversa y, del otro, las relaciones entre el deudor y el beneficiario.

En relación con el primero de los dos puntos, la posición del beneficiario en relación con la hipoteca inversa, o, para ser más concretos, la relación del beneficiario con la entidad acreedora, se plantean a su vez dos cuestiones.

La primera pasa por establecer si es necesario acreditar en la escritura de constitución de la hipoteca inversa la realidad de la condición de beneficiario respecto de una persona determinada. Es decir, si el beneficiario debe concurrir al otorgamiento de la escritura a los efectos de aceptar las atribuciones patrimoniales ordenadas en su favor por el solicitante-deudor o, por el contrario, basta su identificación por este último en tal sentido. Ello es así porque la Ley 41/2007 no exige en ningún momento al deudor la justificación del destino del capital prestado, de tal forma que éste le puede dar el destino que desee. Parece ser que habrá de estarse en cada caso a la forma pactada para la disposición del capital asegurado. Cuando la disposición de los fondos por la entidad acreedora se realice directamente a favor del beneficiario (entregas o transferencias directas, totales o parciales, a favor de éste) indudablemente se requerirá su aceptación en los términos previstos por el artículo 1259 del Código Civil.

Cuando el capital se entrega directamente al solicitante-deudor y éste, a su vez, lo transmite, total o parcialmente, al beneficiario en un momento posterior no se requiere el consentimiento de este último. Cabe también la posibilidad de que el beneficiario lo sea de forma indirecta, cuando el solicitante-deudor asume su cuidado y alimentación, en cuyo caso la posición jurídica de aquél tiene también naturaleza externa respecto de la hipoteca inversa. En estos supuestos, si se ha estipulado que el fallecimiento del beneficiario producirá el vencimiento de la obligación principal, será precisa la consignación, en la escritura de constitución de la hipoteca, tanto de la relación entre el solicitante-deudor como la perfecta identificación y la constatación de la existencia del beneficiario, y que reúne las condiciones exigidas por la ley, en el momento del otorgamiento de la escritura.

Por ello se hace necesaria la perfecta determinación, en la escritura de constitución de la hipoteca inversa, de la posición jurídica del beneficiario tanto respecto de la obligación principal como de la garantía constituida. En cuanto a la obligación garantizada, porque las atribuciones patrimoniales dirigidas al beneficiario pueden estar directamente a cargo de la entidad acreedora. En lo relativo al inmueble hipotecado, porque el vencimiento de la obligación asegurada y una eventual ejecución de la garantía pueden tener efectos directos sobre el beneficiario en el supuesto de que éste,

sin ser propietario de la vivienda hipotecada, conviva con el solicitante-deudor o se halle en situación de dependencia respecto de éste. La relación subyacente entre el deudor y el beneficiario puede ser de cualquier naturaleza, onerosa o gratuita, y no afecta en nada a la hipoteca, excepto en el caso de que su muerte haya sido estipulada como condición para la exigibilidad de la deuda.

La designación del beneficiario constituye una facultad del deudor que únicamente necesita para su eficacia la aceptación de la entidad acreedora. La designación deviene irrevocable por la aceptación de esta última, puesto que un cambio unilateral de beneficiario por parte del deudor podría suponer una disminución del valor de la garantía, en la medida en que puede influir en los cálculos actuariales de la entidad acreedora. Y lo mismo se puede afirmar del número de beneficiarios designados por el deudor. Tanto el cambio de un beneficiario como de su número suponen un supuesto de novación de la obligación garantizada que requieren el consentimiento de los contratantes.

Cabe plantearse la cuestión de si la no aceptación del beneficiario o su posterior renuncia a tal condición afectan al contrato inicialmente celebrado. O, lo que es lo mismo, si es necesario el consentimiento del beneficiario para la perfección de la hipoteca inversa. La hipoteca inversa, que en esto no se diferencia de la hipoteca clásica, supone la existencia de una obligación principal que se garantiza con el valor de un inmueble. Para su válida constitución, se precisa el consentimiento de acreedor y deudor, y el del dueño de la finca hipotecada, si no fuera a la vez deudor de la obligación principal. Sólo en el caso de que la posición jurídica del beneficiario, como destinatario de una atribución patrimonial, fuese relevante para el contrato de préstamo o de crédito garantizado con la hipoteca, se requeriría su consentimiento. Es decir, cuando se pactase el destino del dinero entregado por la entidad de crédito. Por el contrario, cuando el papel que desempeña el beneficiario en el esquema legal de la hipoteca inversa es el de determinar con su fallecimiento la exigibilidad de la deuda asegurada (la hipoteca inversa es un negocio jurídico *trans mortem*, como acertadamente lo califica SERRANO DE NICOLÁS⁽⁸⁾) bastará su designación por el solicitante-deudor y su aceptación por la entidad acreedora. Pero mientras la relevancia jurídica de la designación de beneficiario es la de que su muerte actúe eventualmente como condición de la exigibilidad del capital prestado no será precisa su intervención. Otra solución equivaldría a la necesidad de obtener su consentimiento para la modificación o novación de un contrato del que no es parte.

La Ley 41/2007 no establece un número máximo de beneficiarios, por lo que podrán ser designados por el solicitante-deudor al tiempo de constitución de la hipoteca con el consentimiento de la entidad acreedora. No parece que sea necesaria la convivencia con el deudor en su vivienda habitual, ya que este requisito está pensado más para la protección de este último que como límite objetivo de la hipoteca, como se verá más adelante.

(8) SERRANO DE NICOLÁS, Ángel, "Régimen jurídico de la hipoteca inversa", *Revista de Derecho Privado*, marzo-abril 2008, p. 44.

Cabe la posibilidad de que la condición de deudor-solicitante y beneficiario coincidan en la misma persona. Esta situación se dará cuando la vivienda habitual pertenezca por mitades indivisas al matrimonio, en cuyo caso cada cónyuge será solicitante-deudor por una mitad y beneficiario respecto de la otra mitad (la consulta vinculante de la Dirección General de Tributos de 23 de noviembre de 2006 extiende la consideración de vivienda habitual al pleno dominio compartido).

d) *El fiador*

Es posible considerar, además, la posibilidad de la existencia de garantes personales, o incluso reales, en la hipoteca inversa. Pero para ello es preciso tener en cuenta determinadas circunstancias que tipifican la hipoteca inversa regulada por la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007. La configuración económica de la hipoteca inversa descansa en la muy previsible utilización del valor del inmueble no solo como garantía sino también como instrumento para la recuperación del capital prestado. Por esta causa, la hipoteca inversa está circunscrita a ciertas personas (mayores de 65 años y dependientes) y determinados bienes (vivienda habitual) y protegida por normas de carácter excepcional, tales como el vencimiento anticipado por transmisión del inmueble o la cobertura de intereses a más de cinco años o la limitación de la deuda a los bienes de la herencia, que se apartan del régimen general de las hipotecas. Por todo ello la cuestión no radica tanto en la admisibilidad de garantes personales, cuya intervención no plantea ninguna duda con arreglo a la normativa general, sino en los efectos que su intervención produce en la estructura económica de la hipoteca inversa, y más concretamente en la *ratio* seguridad-garantía. En la medida en que aumentan las garantías añadidas y disminuye el riesgo de incumplimiento (considerado éste en términos económicos) se hacen innecesarias las normas excepcionales protectoras de la seguridad del acreedor, puesto que la seguridad ampliada permite a éste utilizar el esquema legal general previsto por la norma para la protección de sus intereses sin acudir a soluciones que sólo están previstas para este tipo de garantías y que en muchos casos serían de dudosa aplicabilidad utilizando el régimen general. No hay que olvidar la naturaleza de privilegio que tiene la hipoteca respecto de los demás acreedores del deudor, que se acentúa en el caso de la hipoteca inversa regulada por la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007, circunstancia que entraría en conflicto con la normativa general mediante la alteración por vía convencional de su estructura jurídico-económica. Además, ha de tenerse presente que la eventual intervención de un fiador real (hipotecante no deudor) podría dar lugar al incumplimiento de alguno de los requisitos (vivienda habitual) establecidos con carácter necesario por la disposición adicional 1.^a para la hipoteca inversa. Por todo ello hay que tener presente que el modelo cerrado de hipoteca inversa que recoge la citada disposición adicional 1.^a está integrado, en cuanto tal, por unos elementos y condiciones que cumplen a la vez la función de requisitos máximos y de requisitos mínimos. Ello no quiere decir que no puedan pactarse otras modalidades de hipoteca inversa, sino que no le serán aplicables en bloque las disposiciones contenidas en la disposición adicional 1.^a y no sólo las relativas a bonificaciones fiscales o arancelarias. Éste parece ser el sentido que hay que atribuir al número 10 de la citada disposición adicional cuando establece que podrán, asimismo, instrumentarse hipotecas inversas sobre cualesquiera otros inmuebles dis-

tintos de la vivienda habitual del solicitante. A estas hipotecas inversas no les serán de aplicación los apartados anteriores de esta disposición.

B) Requisitos objetivos

La Ley 41/2007 contiene como requisitos objetivos de la hipoteca inversa el capital concedido en concepto de préstamo por un lado y el bien inmueble que se hipoteca por el otro.

a) *El crédito o préstamo garantizado*

Al definir la Ley 41/2007 la naturaleza de la obligación asegurada por la hipoteca inversa, deja bien claro que sólo puede tratarse de obligaciones dinerarias. Queda excluida esta modalidad específica de hipoteca para la seguridad de cualquier obligación de naturaleza no dineraria, como pudieran ser el cuidado y asistencia en especie a personas ancianas.

La obligación garantizada debe estar perfectamente determinada en su cuantía, aunque la disposición adicional 1.^a permita su disposición mediante una única entrega o por medio de entregas periódicas. Cuando se utilice esta última modalidad, las entregas no pueden ser calificadas de rentas sino de entregas parciales de un capital debido. Esto significa que si el deudor, en su caso el beneficiario, fallecieran antes de disponer de la totalidad del capital, o los pagos percibidos hasta este momento no hubieran cubierto el importe del capital inicialmente concedido, se hará preciso reducir la cuantía de la obligación, así como el eventual reajuste de los intereses devengados. Cabe también la posibilidad de que el capital asegurado por la hipoteca inversa sea instrumentado mediante una cuenta de crédito, de la que el deudor va disponiendo, con un límite máximo, de acuerdo con sus necesidades.

No parece, en cambio, posible que esta hipoteca pueda adoptar la forma de hipoteca de máximo o de *hipoteca flotante*, en la medida en que pueda quedar sujeta a la garantía la vivienda habitual del solicitante-deudor sin que sea necesaria una deuda para cuyo nacimiento se precise un nuevo consentimiento de la entidad prestamista. La especial naturaleza de este tipo de garantía requiere la efectividad de la prestación del acreedor al momento de constitución de la garantía.

El esquema económico previsto para la hipoteca flotante, en el que, por lo general, la cantidad de que va a disponer el deudor suele carecer de determinación inicial, siquiera máxima, impide el cálculo actuarial que permite establecer el riesgo de patrimonio negativo. Por otro lado, la hipoteca flotante permite la determinación posterior de las relaciones jurídicas que van a ser objeto de cobertura por la garantía, que precisa la prestación de un nuevo consentimiento entre las partes, circunstancia que genera un incremento del grado de incertidumbre para el deudor respecto de la efectividad de las prestaciones pretendidas por éste. Además, el asesoramiento previo al deudor revestiría una gran complejidad en la medida en que las obligaciones objeto de cobertura tuviesen que ser evaluadas en momentos sucesivos distintos. Por todo ello, aunque desde un punto de vista jurídico general, ambos tipos de garantía pueden ser compatibles, la específica finalidad de la hipoteca inversa, tal como ha sido configurada por la

Ley 41/2007, hace complicada su compatibilidad funcional con la hipoteca flotante. En la hipoteca inversa la efectividad de la prestación exige la efectividad inicial de la prestación convenida sin perjuicio de la forma en que las partes establezcan el modo de disposición de las cantidades concedidas, mientras que la hipoteca flotante utiliza la indeterminación inicial como mecanismo que permite la agilidad en las relaciones entre deudor y acreedor.

El interés podrá ser fijo o variable, dentro de las modalidades permitidas por la ley, si bien sólo serán exigibles junto con el capital al momento del vencimiento de la deuda. Cabe asimismo incluir, dentro de la cobertura de la garantía, tanto las costas y gastos como los intereses moratorios, si bien estos últimos no se devengarán hasta el fallecimiento del deudor o de los beneficiarios designados o bien cuando se produzca alguna de las causas que den lugar al vencimiento anticipado de la obligación.

En relación con los intereses remuneratorios, la Ley 41/2007 introduce una novedad respecto de las reglas sobre su cobertura establecidas por la legislación hipotecaria, señalando que no les será de aplicación el límite temporal máximo de cinco años impuesto por el artículo 114 de la Ley Hipotecaria.

Esta norma especial suscita una serie de cuestiones sobre su forma de aplicación. La primera de ellas se refiere a su ámbito de aplicación. Es decir, se trata de determinar si la derogación legal del artículo 114 de la Ley Hipotecaria se refiere únicamente a los casos de vencimiento de la obligación por el fallecimiento del deudor, o, en su caso, del beneficiario, o por el contrario es aplicable a cualquier supuesto de vencimiento anticipado, especialmente al caso de transmisión voluntaria del inmueble hipotecado. La limitación cuantitativa de los intereses remuneratorios se establece en la hipoteca inversa mediante un criterio objetivo y no temporal: la cuantía de los bienes que integren la herencia del deudor hipotecario. Pero hay que entender esta regla en su justa medida, puesto que sólo será aplicable cuando el vencimiento se produzca por el fallecimiento del deudor, y como medida de compensación a la limitación de la deuda al importe de los bienes de la herencia. Así parece confirmarlo el número 6 de la disposición adicional 1.^a, al referirse a la extinción de la hipoteca, y no a su vencimiento anticipado, conectada con el supuesto de que los herederos del deudor hipotecario no decidan reembolsar los créditos vencidos con sus intereses. La razón de esta norma excepcional radica seguramente en la imposibilidad de exigir los intereses vencidos por la parte acreedora. De esta forma, y puesto que no son exigibles hasta el fallecimiento del deudor, quedan ilimitadamente cubiertos por el valor de la garantía hasta que se produzca dicho suceso. Se sustituye una cuantificación configuradora o positiva, cinco años, por una cuantificación delimitadora o negativa: hasta donde alcance el valor de un determinado patrimonio.

En el caso de que el vencimiento de la deuda deba su origen a una causa distinta, como por ejemplo la transmisión voluntaria del inmueble hipotecado, caben dos posibles soluciones. La primera sería entender aplicables los límites señalados por el artículo 114 de la Ley Hipotecaria, ya que la norma contenida en la Ley 41/2007 tiene carácter excepcional y, al restringir la libre circulación de los bienes inmuebles, debe ser interpretada de manera restrictiva. Otra solución, siguiendo el espíritu de la Ley 41/2007, pasaría por entender como límite máximo de cobertura el valor del bien

hipotecado a la manera de la hipoteca de responsabilidad limitada reconocida por el artículo 140 de la Ley Hipotecaria, si el importe de los intereses remuneratorios devengados excediera de los cinco años previstos por el artículo 114 de la Ley Hipotecaria. En este sentido sería posible incluir, previamente modificado, el llamado *pacto de inexistencia de garantía patrimonial* (admitido por la Dirección General de los Registros y del Notariado) que consiste en que en aquellos supuestos en que, teniéndose que reembolsar el préstamo como consecuencia de la venta de la finca, si en ese momento el importe de lo adeudado supera el valor de la finca, el deudor puede ver limitada su responsabilidad a la cantidad neta obtenida de la venta de la finca, siempre que: a) notifique a la acreedora su intención de vender, b) la finca se venda por su valor de mercado, c) la entidad acreedora pueda verificar ese valor por medio de un tasador independiente con anterioridad a su venta, y d) no se haya producido un suceso de incumplimiento del contrato. La modificación de este pacto consistiría en que la responsabilidad del deudor en caso de transmisión voluntaria de la finca hipotecada incluiría los intereses devengados más allá del límite del artículo 114 de la Ley Hipotecaria, si bien quedaría limitada a la cantidad neta obtenida de la venta de la finca, siempre que se cumplan los demás pactos y condiciones señalados por la Dirección General de los Registros y del Notariado para su admisibilidad.

En cuanto a la posibilidad, asimismo, del pacto de capitalización de los intereses remuneratorios, si bien la cláusula que lo estipule sólo puede referirse a los intereses vencidos y no pagados existentes en el momento en que pueden ser reclamados, que normalmente será a partir del fallecimiento del deudor, será de aplicación la doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado que exige que los intereses sólo pueden reclamarse en cuanto tales y dentro de los límites legales y pactados, pero nunca englobados en el capital.

La Ley 41/2007 no establece, a diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos jurídicos (por ejemplo, en EE.UU.), que la hipoteca inversa deba tener la condición de primera hipoteca o que sea la única hipoteca que grava el inmueble. La existencia de una hipoteca preferente cuyo vencimiento tenga lugar antes del vencimiento de la hipoteca inversa dará lugar a la purga de ésta, salvo que la entidad acreedora, mediante el pago, se subrogue en la posición jurídica del acreedor ejecutante. En este caso el acreedor subrogante podrá acumular el importe satisfecho por razón de la hipoteca preferente al capital de la hipoteca inversa o dar por vencida anticipadamente la hipoteca inversa, como se verá más adelante. La acumulación del capital de la hipoteca preferente al de la hipoteca inversa, unido a la circunstancia de que la exigibilidad de la obligación no se va a producir hasta el fallecimiento del deudor, podría ocasionar probablemente una situación de patrimonio negativo.

b) *El bien inmueble hipotecado*

La Ley 41/2007, a la hora de decidir si el inmueble objeto de la hipoteca inversa ha de considerarse un elemento definidor de este tipo de garantía, parte de la distinción entre el modelo cerrado de hipoteca inversa que tipifica legalmente y otros tipos de hipotecas inversas, atendiendo precisamente a la condición de vivienda habitual del inmueble hipotecado.

La construcción económica de la hipoteca inversa, configurada como mecanismo de autoprotección de grupos sociales débiles, da relevancia no sólo al valor de cambio de la garantía (*equity*) sino también a su valor de uso, de tal forma que este último condiciona la efectividad económica de aquél.

La condición de vivienda habitual que ha de reunir el inmueble que se hipoteca ha de ser contemplada como un límite material que opera tanto desde un punto de vista positivo como negativo. El punto de vista positivo se refiere principalmente a la prueba de tal condición. El concepto de vivienda habitual opera de forma excluyente, de tal forma que nada impide que el deudor poseer más de una vivienda, pero atribuye al inmueble que cumpla este requisito una cualidad que impide que lo sean los demás. Al carecer el Registro de la Propiedad de virtualidad ni eficacia para informar sobre esta cualidad (el uso) del inmueble habrá de estarse necesariamente al Derecho material, civil y fiscal, para determinar la condición de vivienda habitual, que adquiere por este camino la naturaleza de *dato de hecho*.

El concepto de vivienda habitual no tiene que coincidir necesariamente con el de única finca registral. Tanto en los casos en que la vivienda habitual esté integrada por varias fincas registrales (por ejemplo en el caso de una unión de dos pisos contiguos, horizontal o verticalmente, que no hayan sido agrupados registralmente) como en aquellos supuestos que se permita incluir dentro del concepto de vivienda habitual, a los efectos de la suficiencia de la garantía, a locales independientes (garajes o trasteros) destinados a su servicio, parece que el concepto material de vivienda habitual debe prevalecer sobre su dimensión registral y entender posible la constitución de una hipoteca inversa sobre varias fincas registrales con distribución de responsabilidad entre ellas.

La condición de vivienda habitual de la finca hipotecada, queda, pues, sometida al régimen de la prueba de las situaciones de hecho, con la dosis añadida de incertidumbre que aportan estas situaciones a la inscripción de los derechos en el Registro de la Propiedad. Por ello puede ser aconsejable, en los casos en que esta circunstancia pueda originar problemas de apreciación, incluir en la escritura de constitución de la hipoteca inversa una declaración de notoriedad, efectuada por el Notario autorizante y con la práctica de la prueba que estime pertinente, a fin de fijar y dar certeza a dicha exigencia.

El requisito de que el inmueble dado en garantía constituya la vivienda habitual del solicitante tiene el carácter de condición necesaria inicial para la viabilidad de la hipoteca inversa. El problema se puede plantear cuando se produce un cambio sobrevenido de esta circunstancia. Cuando la pérdida de la condición de vivienda habitual por el inmueble hipotecado tiene lugar por consecuencia de su posterior transmisión, se produce una causa de vencimiento anticipado de la obligación garantizada prevista por la ley. Idéntica solución ha de adoptarse cuando se mantenga, por otro título, la condición de vivienda habitual de inmueble, pese a haberse transmitido voluntariamente, esto es, la transmisión del inmueble hipotecado cuando el deudor se reserve, por cualquier título, el derecho de su uso para vivienda habitual. En este supuesto, la transmisión del inmueble daría lugar al vencimiento anticipado de la obligación garan-

tizada y facultaría a la entidad acreedora para exigir la devolución del capital y de los intereses devengados.

Pero si la pérdida de la condición de vivienda habitual del inmueble hipotecado no trae por causa su transmisión, en principio la entidad acreedora carece de legitimación para dar por vencida la obligación garantizada. Para solucionar esta cuestión habrá de tenerse en cuenta las circunstancias que acompañan al cambio de domicilio, especialmente si éste tiene lugar debido a causas no imputables a la libre voluntad del deudor, tales como su internamiento en una residencia o motivos de similar índole. Pero en todo caso no hay que olvidar que la especial configuración de la hipoteca inversa, fundamentalmente en todo lo relativo al vencimiento y exigibilidad de la obligación asegurada, obedece al intento de conciliar el valor en uso del inmueble con su valor de cambio como instrumento de garantía. La determinación del fallecimiento del deudor como momento del nacimiento de la exigibilidad de la obligación sirve sobre todo al propósito de evitar que los eventuales problemas en la amortización del préstamo impidan el uso del inmueble como vivienda habitual por parte del deudor. Si el inmueble hipotecado deja de cumplir esta función de uso parece que no tiene demasiado sentido congelar el vencimiento de la obligación hasta el fallecimiento del deudor, puesto que con la venta del inmueble se podría llegar a la misma solución.

No parece excesivamente aventurado entender, en este contexto, que cada solicitante-deudor sólo puede tener simultáneamente una única hipoteca inversa en la medida en que sólo puede tener simultáneamente una única vivienda habitual. El especial sistema de amortización de la obligación asegurada que integra la hipoteca inversa obedece a la necesidad de conciliar, en cuanto mecanismo de autoprotección, un uso cualificado (vivienda) de un inmueble con su valor en cambio. No dejaría, cuando menos, de ser llamativa la posibilidad de que una persona, propietaria de varios inmuebles aptos para vivienda, fuera mudándose de residencia para ir dejando constituida sobre cada uno de ellos una hipoteca inversa del modelo regulado por la Ley 41/2007 y disfrutando cada vez de los beneficios que la citada Ley establece.

1. La tasación del bien inmueble hipotecado

Otra de las obligaciones que impone la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007, mediante su inclusión como requisito esencial para la viabilidad del tipo, es la de su tasación previa. La especial configuración de la amortización del crédito o préstamo en este tipo de hipotecas convierten la tasación del inmueble en un requisito esencial. La hipoteca inversa es un instrumento financiero en el que su amortización descansa casi exclusivamente en el valor del inmueble, ya que la entidad financiera no va a percibir, por lo general, ninguna cantidad en concepto de amortización del capital o intereses durante la vida del deudor hipotecario. Esta característica, es decir, la inexistencia de un flujo de amortización regular proveniente del deudor excluye las posibilidades de refinanciación del capital prestado mediante la movilización de estos recursos de forma directa. El cálculo del valor del capital del principal depende exclusivamente de los cálculos actuariales basados en el valor real del inmueble. Por todo ello la Ley 41/2007 exige, con el carácter de requisito inexcusable, la tasación del bien inmueble en los términos y con los requisitos establecidos por los artículos 7 y 8 de la Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario.

Como consecuencia de lo anterior, la entidad acreedora deberá aportar al momento del otorgamiento de la escritura de constitución de hipoteca inversa la correspondiente tasación, que deberá ser incorporada, en original o por testimonio, a la escritura matriz. En todo caso, el valor de tasación forma parte del contenido contractual de la escritura de hipoteca y por tanto ha de ser aceptado expresamente por la parte deudora.

También existe la posibilidad, de acuerdo con lo previsto por el artículo 3 bis I de la Ley 2/1981, añadido por la Ley 41/2007, de que la tasación sea aportada por el propio cliente, siempre que cumpla los siguientes requisitos: a) que sea certificada por un tasador homologado y b) que no esté caducada según lo previsto legalmente. Todo ello sin perjuicio de que la entidad de crédito pueda realizar las comprobaciones que estime pertinentes, de las que en ningún caso podrá repercutir su coste al cliente que aporte la tasación. La aportación del certificado de tasación es, por tanto, un requisito inicial de la constitución de la hipoteca inversa y viene impuesta por la propia norma para la válida constitución de este tipo de garantía.

Al ser la tasación un requisito específico para la válida constitución de la hipoteca inversa y no sólo para su posterior titulización, no le es de aplicación directa la normativa contenida en la Ley 2/1981 sobre la proporción mínima exigida entre el valor del inmueble y el capital del préstamo. Es decir, la tasación a que se refiere la disposición adicional 1.^a no impone la *ratio* del 60% del valor como límite del capital concedido que establece el artículo 5 de la Ley 2/1981. El requisito de la tasación que establece la citada disposición adicional 1.^a tiene por finalidad la determinación inicial de un valor objetivamente contrastado que permita la estructuración económica de la operación atendiendo al valor del inmueble resultante de la tasación, para prevenir, de esta forma, el riesgo de patrimonio negativo. Así lo confirma el Preámbulo de la Ley 41/2007 cuando define la hipoteca inversa como un préstamo o crédito hipotecario del que el propietario de la vivienda realiza disposiciones, normalmente periódicas, aunque la disposición pueda ser de una sola vez, hasta un importe máximo determinado por un porcentaje del valor de tasación en el momento de la constitución. Todo ello sin perjuicio de que dicha tasación, si cumple al mismo tiempo los requisitos establecidos por la Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario, pueda ser considerada idónea para su incorporación al mercado hipotecario secundario.

2. El seguro contra daños

Con la finalidad de salvaguardar el valor en uso de la vivienda hipotecada para el deudor hipotecario, la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 impone, como requisito constitutivo de la hipoteca inversa, el aseguramiento contra daños de ésta. Del mismo modo que ocurre con la tasación, se trata de un requisito propio de la hipoteca inversa y no de una condición de idoneidad para la incorporación del préstamo al mercado hipotecario secundario.

Su régimen legal será el establecido por la Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario. El artículo 30 del Real Decreto 685/1982, que desarrolla dicha norma, establece los siguientes requisitos: a) la suma asegurada debe coincidir con el valor de tasación del bien hipotecado, excluidos los elementos no asegurables por naturaleza;

b) el tomador del seguro deberá notificar a la compañía aseguradora la existencia del crédito hipotecario que grava el inmueble asegurado y ésta dará traslado de aquella notificación al acreedor.

La exigencia del seguro ha de ser puesta en relación con la finalidad económica de la hipoteca inversa, especialmente en los supuestos en que, por la producción del siniestro, nazca el derecho a la indemnización.

Una situación de conflicto se puede plantear cuando el importe de la indemnización por razón del valor del inmueble sólo alcance a cubrir el pago de la deuda pendiente. Si se configura la pérdida o desaparición de la garantía como causa de vencimiento anticipado de la obligación garantizada, al amparo del artículo 1129 del Código Civil, el deudor hipotecario perderá el valor en uso que le proporcionaba la vivienda hipotecada. De esta forma, aunque la indemnización cubra la responsabilidad del pago de la deuda pendiente, el deudor, al transformarse el bien hipotecado en su equivalente económico, perderá la utilidad marginal que le proporcionaba el uso de su patrimonio al cubrir su necesidad de vivienda.

Por todo ello hay que entender que la obligación de aseguramiento del inmueble hipotecado está establecida por la Ley 41/2007 tanto en beneficio del acreedor como del deudor hipotecario. La utilidad que el seguro tiene para este último está estrechamente relacionada con la circunstancia de que la indemnización por siniestro sea destinada a sustituir el valor en uso que al deudor le proporcionaba la finca hipotecada. Por eso hay que entender excluida la posibilidad de vencimiento anticipado por la desaparición de la garantía y utilizar los procedimientos subrogatorios previstos por la norma. Éstos serían básicamente los siguientes. En primer lugar, la pignoración de las sumas entregadas en concepto de indemnización, de tal forma que sus réditos permitan pagar el uso en alquiler de una vivienda para el deudor hipotecario. Otra posibilidad, expresamente prevista por el artículo 42 de la Ley de Contrato de Seguro, consistiría en la reconstrucción del inmueble siniestrado bajo la supervisión de la entidad acreedora. Por último también sería factible la adquisición de una nueva vivienda con los fondos integrantes de la indemnización. En este caso, la entidad acreedora ostentaría también las facultades de supervisión necesarias a fin de que el nuevo inmueble cumpliera su función de garantía en los términos más aproximados al inmueble siniestrado. Especialmente en lo relativo a su valor, titularidad y estado de cargas.

C) Requisitos formales

a) *Régimen de transparencia y asesoramiento*

Junto a los requisitos genéricos comunes a toda hipoteca, escritura pública e inscripción en el Registro de la Propiedad, la Ley 41/2007 dicta normas específicas sobre el régimen de transparencia y asesoramiento que debe acompañar a la constitución de este tipo de garantías.

La constitución de una hipoteca inversa implica una decisión que no sólo comporta consecuencias jurídicas sino también derivaciones de índole económica. Por ello no es suficiente la obligación genérica de asesoramiento jurídico impuesta a los opera-

dores jurídicos por razones de su intervención, especialmente al Notario, en el momento del otorgamiento de la escritura de hipoteca. La hipoteca inversa, por razón de su finalidad y de la condición de la parte deudora, requiere que se preste por las administraciones públicas una especial atención al proceso de comercialización de este tipo de productos financieros, ya que en muchas ocasiones sus efectos pueden ser irreversibles. A la vista de estas circunstancias, el régimen de transparencia en la información sobre este producto se estructura en dos fases sucesivas claramente diferenciadas. La primera fase, relativa a la publicitación y *marketing* de la comercialización de la hipoteca inversa, requiere una delimitación subjetiva que excluya la intervención de determinados intermediarios financieros, sobre todo cuando éstos se hallen económicamente relacionados con el destino de los fondos que se pretenden obtener. Especialmente para evitar que la prestación patrimonial suministrada por la entidad financiera pueda ser sustituida por prestaciones de tipo asistencial sin control social de ningún tipo. En una segunda fase se requiere una personalización financiera de cada caso concreto, para discernir con toda la exactitud que sea posible las repercusiones financieras que la hipoteca inversa que se pretende suscribir tendría sobre la parte deudora.

La disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007, por razón de la calidad personal del deudor (avanzada edad o dependencia grave) y la asimetría contractual que acentúa esta circunstancia, impone a la entidad acreedora una doble obligación: De un lado se requiere, de forma genérica, la observancia de un régimen de transparencia y comercialización para la hipoteca inversa, que será el establecido por el Ministerio de Economía y Hacienda. Del otro, la Ley 41/2007 exige el deber específico, para la entidad acreedora, de suministrar asesoramiento independiente a los solicitantes de este producto financiero. Esta obligación ha de ser cumplida de una forma personalizada. En primer lugar no se trata de un deber genérico de información, sino que va dirigida a un destinatario determinado: el solicitante de la hipoteca. Como consecuencia necesaria de ello, el asesoramiento habrá de tener en cuenta la situación financiera del solicitante y los riesgos económicos derivados de la suscripción de este producto. En segundo lugar, el asesoramiento ha de ser independiente, es decir, ha de ser prestado por persona o entidad distinta de la entidad acreedora. En este sentido, y habida cuenta de la evolución legislativa del Proyecto de la Ley 41/2007, ha de entenderse excluido del ámbito subjetivo de esta obligación el llamado *Defensor del Cliente* introducido por la Ley 44/2002. En todo caso el asesoramiento independiente se llevará a cabo por los mecanismos que determine el Ministerio de Economía y Hacienda, que establecerá las condiciones, forma y requisitos para la realización de estas funciones de asesoramiento.

Por último, el asesoramiento ha de tener naturaleza técnica. Es decir, las conclusiones han de estar fundamentadas en los condicionamientos jurídicos y económicos que pueden afectar en cada caso concreto a la viabilidad de la operación, atendidos los riesgos asociados a ella. En este sentido no podrá ser considerado asesoramiento la información de carácter general sobre la situación de la economía o las opiniones sobre ésta emitidas por personas adscritas oficial o públicamente a partidos o asociaciones de carácter político o vinculado económicamente a ellas.

Un procedimiento factible para llevar a cabo un asesoramiento personalizado e independiente podría pasar por la apertura y mantenimiento de un portal *web*, de naturaleza institucional, que contuviera los simuladores financieros necesarios para obtener un escenario lo más cercano a la realidad posible y que permitiera al futuro solicitante de una hipoteca inversa apreciar de forma sencilla el riesgo y las consecuencias financieras que podría comportar la adopción de tal decisión. De esta forma, cualquier persona que proyectare solicitar una hipoteca de esta naturaleza podría obtener, directamente por ella misma, o bien a través de las oficinas de defensa del consumidor o instituciones análogas, la información necesaria para tomar una decisión fundada acerca de esta materia. Será en todo caso de aplicación, en lo que se permita por el anunciado desarrollo reglamentario de la Ley 41/2007, la normativa relativa a la transparencia de los préstamos hipotecarios contenida en la Orden de 5 de mayo de 1994 sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, en especial en lo relativo a la oferta vinculante.

Otra de las características que han de definir el suministro del asesoramiento financiero ha de ser la relativa a su coste económico. No dejaría de ser cuando menos paradójico que, después de que la Ley 41/2007 establezca una serie de exenciones y bonificaciones notariales, registrales y fiscales, el coste de constitución de la hipoteca inversa se incrementara por razón del estudio asesoramiento previo, tanto interno como externo. Por ello es preciso establecer los mecanismos, bien directamente a través de la propia Administración pública, bien mediante la selección de consultores técnicos independientes que puedan llevar a cabo esta labor con un gasto mínimo y predeterminado para los afectados.

El resultado del asesoramiento deberá constar necesariamente por escrito, expresando no sólo las posibles modalidades para la disposición del capital solicitado, tipo y forma de interés, comisiones y gastos adicionales, sino también las alternativas, distintas de la hipoteca inversa, que podría utilizar el solicitante para hacer frente a las necesidades que han originado la decisión de solicitar la hipoteca inversa. En especial habrá de hacerse constar una opinión, redactada en términos claros y comprensibles, sobre la viabilidad y riesgos de la hipoteca solicitada. Junto a esta labor previa de asesoramiento es fundamental la intervención del Notario no sólo para establecer la capacidad de los otorgantes sino para constatar que la representación mental que del negocio se hace la parte deudora coincide con la información suministrada tanto por la entidad financiera como por la contenida en el asesoramiento previo independiente.

D) Contenido

a) *La conservación de la garantía*

La especial estructura de la hipoteca inversa requiere el mantenimiento del valor de uso de la garantía hasta el momento de su vencimiento. Debido a esta circunstancia hay que tener en cuenta que el juego de las acciones del acreedor, dirigidas a la conservación de la garantía, deben contemplarse como especialmente dirigidas a este fin y no como supuestos de vencimiento anticipado de la obligación garantizada, habida cuenta de las especiales relaciones que en este tipo de garantía existen entre el valor en uso y el valor en cambio.

1. El vencimiento anticipado

En el caso previsto por el artículo 1129 del Código Civil (vencimiento anticipado causado por la pérdida del beneficio del plazo) se hace necesario el análisis de los efectos que puede producir, respecto de la hipoteca inversa, la disminución del valor de la garantía. Cuando esta situación deba su origen a actos o acciones imputables al deudor, no hay duda de que éste debe sufrir sus consecuencias, una de las cuales es la posibilidad de que el acreedor declare vencida anticipadamente la obligación asegurada.

La respuesta no parece a primera vista tan clara cuando la disminución del valor de la garantía sea consecuencia de sucesos fortuitos, como una situación de crisis en el sector inmobiliario que disminuyera drásticamente el valor de la vivienda hipotecada. Aunque el artículo 1129 del Código Civil contempla el supuesto de la desaparición de las garantías, efecto difícilmente producible en dichos términos literales por una crisis inmobiliaria, sí puede plantear la cuestión de la admisibilidad de una cláusula pactada en este sentido en la constitución de la hipoteca inversa, que permitiera el vencimiento anticipado en caso de insuficiencia de la garantía por caso fortuito.

En términos económicos, la situación de *insuficiencia* de la garantía puede ser equiparada con la de *desaparición* de garantía, ya que sus efectos son equivalentes. Por ello hay que distinguir la función de la hipoteca como instrumento de garantía de su eficacia como mecanismo para la satisfacción del acreedor por incumplimiento de la obligación garantizada. Una cosa es que la realización de la cosa hipotecada puede traducirse, a la postre, en un pago parcial e insuficiente de la obligación garantizada y otra muy distinta el carácter indivisible que la función inicial de garantía de la hipoteca tiene en lo relativo a su operatividad inicial. Una garantía puede asegurar parcialmente la obligación garantizada pero no puede ser insuficiente porque, en este caso, por definición, dejaría de ser garantía, y el problema se trasladaría de la eficacia a la causa. En el supuesto de la hipoteca inversa esta cuestión adquiere una especial relevancia, puesto que sus efectos serían gravemente perjudiciales para el deudor, ya que la desaparición de la función de garantía de la hipoteca comportaría el vencimiento anticipado de la garantía y una posible ejecución de ésta, con la subsiguiente pérdida del valor en uso de la vivienda por el deudor. Así, sería discutible en principio la compatibilidad del vencimiento anticipado de la obligación a causa de la insuficiencia de la garantía por actos no imputables al deudor con la estructura económica prevista para la hipoteca inversa.

Para ello la Ley 41/2007 establece la necesidad de una tasación inicial que permita establecer, dentro de unos márgenes de riesgo aceptables, la cantidad máxima de que puede disponer el deudor hipotecario con cargo al valor del bien hipotecado. De esta forma se atenúa el riesgo de depreciación del valor del inmueble durante la vida de la hipoteca.

La cuestión se plantea en el supuesto de la aplicación a la hipoteca inversa de las normas establecidas para determinar la idoneidad de los préstamos y créditos hipotecarios para su incorporación al mercado hipotecario secundario. En este sentido, el artículo 29 del Real Decreto 685/1982, de desarrollo de la Ley del Mercado Hipoteca-

rio, establece que si, por razones de mercado o por cualquier otra circunstancia, el valor del bien hipotecado desmereciese de la tasación inicial en más de un 20%, la entidad financiera acreedora, acreditándolo mediante tasación efectuada a su instancia, podrá exigir del deudor hipotecante la ampliación de la hipoteca a otros bienes suficientes para cubrir la relación exigible entre el valor del bien y el crédito que garantiza. En este caso, el deudor, después de requerido para efectuar la ampliación, podrá optar por la devolución de la totalidad del préstamo o de la parte de éste que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente su cuantía. La Dirección General de los Registros y del Notariado ha admitido la posibilidad de que, mediante pacto, puedan establecerse como causas de vencimiento anticipado pérdidas o disminuciones del valor de los bienes producidas con independencia de la existencia o no de culpabilidad del deudor o propietario (Resoluciones de 23 y 26 de octubre de 1987, 16 de marzo y 26 de diciembre de 1990), siempre que cumplan unas exigencias mínimas como la concreción de la disminución del valor que la determine (Resolución de 8 de noviembre de 1993) y que ésta no quede al arbitrio de una de las partes (Resolución de 4 de julio de 1984).

Sin embargo, en el caso de la hipoteca inversa son cuando menos problemáticos los pactos de vencimiento anticipado por razón de la depreciación del valor del inmueble hipotecado debida a causas ajenas a la voluntad del deudor.

La movilización de la vivienda habitual mediante la hipoteca inversa debe operar con el valor de cambio del inmueble como límite máximo de la deuda, que en principio sólo puede ser exigible al fallecimiento del deudor hipotecario o, en su caso, del beneficiario. Por ello se hace preciso entender y evaluar el riesgo de patrimonio negativo que comporta la hipoteca inversa y prevenirlo de forma que esta circunstancia no impida el uso de la vivienda por el deudor hipotecario. Si el importe del préstamo ha sido íntegramente utilizado por el deudor y el importe de la vivienda no cubre el principal del préstamo, el vencimiento anticipado por causa de depreciación no imputable al deudor pondría en una situación muy desfavorable a este último, puesto que la ejecución de la garantía le privaría del uso de la vivienda. Como consecuencia de ello, el juego de las normas y pactos que permiten al acreedor exigir la devolución anticipada del capital prestado deben ser sustituidos en este tipo de hipotecas por la cobertura inicial del riesgo derivado de una situación de patrimonio negativo que tenga su origen en causas ajenas a la voluntad del deudor. Otra solución podría radicar en el establecimiento del valor de la propiedad al fallecimiento del deudor hipotecario, como límite máximo del capital prestado sujeto a amortización, sin admitir la posibilidad de vencimiento anticipado por causa de la depreciación de la garantía debida a causas ajenas a la voluntad del deudor hipotecario.

2. La acción de devastación

Otro de los mecanismos de que dispone el acreedor para mantener incólume su derecho de crédito consiste en la llamada acción de devastación, que permite al acreedor solicitar judicialmente la adopción de las medidas necesarias cuando, como consecuencia de actos de éste, exista el temor fundado de daño al acreedor por una disminución del valor de la cosa hipotecada que ocasione su insuficiencia como garantía. Una

situación especialmente compleja se puede producir en el caso de incapacidad del deudor, situación desgraciadamente muy posible a la vista del perfil subjetivo del deudor de la hipoteca inversa, que puede dar lugar, a través de un defectuoso mantenimiento de la vivienda hipotecada, a un escenario de insuficiencia de la garantía. Aunque las medidas tendentes a evitar dicha situación de insuficiencia quedan encomendadas a la prudencia judicial, es evidente que una situación de deterioro progresivo de la parte deudora conducirá, por la propia persistencia de la situación, a la administración judicial que prevé el artículo 117 de la Ley Hipotecaria. Por las razones apuntadas parece que también será preceptiva la intervención del Ministerio Fiscal.

b) *La transmisión voluntaria del inmueble hipotecado*

Una de las características que más destacadamente configuran el tipo de la hipoteca inversa es la circunstancia de que el inmueble hipotecado tiene como destino su uso como vivienda del deudor hipotecario. El maridaje del valor en uso y valor en cambio, que caracteriza la función económica de la hipoteca como garantía, se constriñe en cuando al primero de los dos aspectos, estableciendo un uso previamente determinado (vivienda) como requisito básico del tipo contractual. El incumplimiento de esta condición por el inmueble impide la válida constitución de la hipoteca o su vencimiento anticipado cuando la pérdida de este requisito tiene carácter sobrevenido.

Sin embargo, la Ley 41/2007 parece identificar uso con titularidad y establece como causa de vencimiento anticipado la transmisión voluntaria por el deudor del inmueble hipotecado, salvo que se proceda a la sustitución de la garantía de manera suficiente.

Para el análisis de esta norma hay que partir de la estructura que sirve de base a la hipoteca tal como la regula la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007. En este sentido la hipoteca inversa soporta un triple riesgo: a) el riesgo derivado de la longevidad de la parte deudora; b) el riesgo del tipo de interés y c) el riesgo de depreciación del inmueble hipotecado.

A diferencia de las hipotecas que financian la adquisición de un inmueble, en que el riesgo de amortización de la deuda está relacionado con la capacidad de pago del deudor, en el supuesto de la hipoteca inversa la expectativa de amortización está constituida casi exclusivamente por el valor del inmueble, de tal forma que el riesgo de su depreciación influye directamente en la viabilidad de la hipoteca. Al no poder ser exigible la deuda hasta el fallecimiento del deudor hipotecario, la hipoteca inversa descansa exclusivamente en la posibilidad de utilizar el valor del inmueble como medio de pago de la deuda. Este riesgo añadido, el de la disminución del valor del inmueble, encarece el coste económico de este tipo de garantía, en la medida en que dicho riesgo va a ser transferido por la entidad financiera al deudor hipotecario mediante la limitación inicial de las cantidades disponibles con cargo al valor del inmueble.

La circunstancia de que en la hipoteca inversa, por razón de su estructura económica en cuanto instrumento de *equity release*, quede bloqueado el mecanismo del vencimiento anticipado de la obligación como medio de tutela de la efectividad de la

garantía, da lugar a que la *ratio loan-to-value* (LTV) en estas hipotecas sea de superior magnitud a la utilizada en los préstamos hipotecarios de amortización inicial constante.

La configuración de la hipoteca inversa como medio efectivo para la protección de grupos sociales vulnerables requiere que su utilización esté estrechamente relacionada con el uso del inmueble hipotecado como vivienda del deudor hipotecario, de tal forma que la necesidad del uso por el deudor hipotecario justifique la exclusión del vencimiento anticipado como medio protector del crédito. De la misma forma, la pérdida de tal uso por parte del inmueble permitiría la entrada de nuevo en vigor del vencimiento anticipado como mecanismo regulador de la efectividad de la garantía. Ésta es la solución adoptada en otros sistemas hipotecarios como el norteamericano.

Sin embargo, en nuestro sistema hipotecario el uso finalista de un inmueble es un dato que en principio no tiene acceso al Registro de la Propiedad, de tal modo que la prueba del uso, así como su cambio, pasa a recibir el tratamiento jurídico de una cuestión de hecho. De esta forma el uso como vivienda de un inmueble no queda protegido por el principio de legitimación registral contenido en el artículo 38 de la Ley Hipotecaria.

Esto supone agregar una dosis adicional de incertidumbre, con su coste jurídico y económico añadido, al supuesto de hecho en que debe fundamentarse una causa de vencimiento anticipado, asumiendo que el vencimiento anticipado ya supone de por sí una distorsión de la función económica prevista para la hipoteca inversa. Si la estructura de la hipoteca inversa, que en cierta medida es excepcional respecto de la hipoteca ordinaria, queda vinculada a un uso determinado (el de vivienda), entendido en un sentido amplio y funcional, como determinante de su validez, y es precisamente el carácter de necesidad básica que tiene dicho uso una de las razones primordiales que justifican la inexigibilidad de la deuda hasta el fallecimiento del deudor, es de todo punto necesario establecer de forma indubitada los supuestos en que el cambio del uso puede provocar el vencimiento anticipado de la obligación garantizada. Hay que tener presentes además las graves consecuencias que comporta para el deudor hipotecario el vencimiento anticipado de la hipoteca, que se traducen de forma directa en la privación del uso como vivienda del inmueble.

La solución adoptada por la Ley 41/2007 es de naturaleza híbrida. De una parte sanciona el uso como vivienda del inmueble hipotecado como requisito inicial para la válida constitución de la hipoteca inversa. Pero no establece la continuidad de dicha circunstancia como requisito de la garantía, de tal forma que su desaparición produzca el vencimiento anticipado de la obligación garantizada. Sin embargo, si partimos de la base de que, por definición, cada persona sólo puede tener una vivienda habitual, la consecuencia inmediata es la de que cada deudor hipotecario no puede tener simultáneamente más de una hipoteca inversa. Una vez constituida la hipoteca se cierra al deudor la posibilidad de utilizar otros inmuebles con esta finalidad sin cancelar previamente dicha hipoteca. Todo esto dejando a salvo la hipotética posibilidad, no excluida por la norma, de constituir una segunda hipoteca inversa sobre la vivienda habitual, puesto que la Ley 41/2007 no exige que se constituya aquélla con rango de primera.

Por ello, la hipoteca inversa regulada por la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 contempla como causa de vencimiento anticipado la transmisión de la finca y no su cambio de uso, ya que el especial régimen de esta garantía está concebido para que, una vez constituida, sólo se pueda utilizar el recurso al vencimiento anticipado en el caso de que el deudor hipotecario transmita el inmueble que asegura el cumplimiento de la obligación. De esta manera la hipoteca conserva su vigencia en los casos en que el deudor hipotecario haya de ser internado en un establecimiento para su cuidado y atención o en aquellos casos en que el beneficiario cuyo fallecimiento determina el vencimiento normal de la hipoteca sobreviva al deudor hipotecario.

La expresión *transmisión voluntaria* empleada por la ley no deja de suscitar algunos interrogantes. Parece razonable entenderla como una especie del género transmisiones contrapuesta a la otra especie del mismo género que comprendería las transmisiones forzadas o sin el consentimiento del propietario. Asimismo, y por su propia naturaleza, quedan excluidas las transmisiones *mortis causa*, en los supuestos en que el beneficiario cuyo fallecimiento determine el vencimiento de la hipoteca no sea el deudor hipotecario.

En cuanto a las transmisiones ocasionadas por una eventual ejecución de la finca hipotecada habrá de estarse a la naturaleza del crédito que desencadena la ejecución y especialmente a la circunstancia de si la ejecución puede privar al deudor del uso de la vivienda hipotecada. La Ley 41/2007, a diferencia de la solución adoptada por otros ordenamientos jurídicos, no exige que la hipoteca inversa se constituya con rango de primera, por lo que se plantea la cuestión de la transmisión de la finca hipotecada derivada de la ejecución de una hipoteca de rango preferente. Parece que la solución debe ser la misma, pero en todo caso habrá de atenderse a la naturaleza de la obligación contraída por la entidad acreedora. Cuando ésta consista en pagos periódicos cuya entrega no ha sido concluida al momento de la ejecución, bien para su entrega al deudor hipotecario o bien como consecuencia de la contratación de un seguro de pensión, el acreedor no podrá interrumpir la prestación pactada por la transmisión derivada de la ejecución, puesto que la carga preferente que se ejecuta le era conocida al momento de la constitución de la hipoteca inversa. Si la ejecución va a privar al deudor hipotecario del uso de la finca hipotecada y el capital de la hipoteca ha sido completamente entregado, carece de sentido mantener la vigencia de la hipoteca hasta el fallecimiento de aquél, puesto que en este caso la deuda seguiría produciendo intereses sin ninguna ventaja o beneficio para el deudor. Cuando se trate de hipotecas tácitas (primas de seguro, gastos de comunidad, recibos del IBI) no hay que olvidar que el acreedor está legitimado para atender el pago de estos gastos, que podrán ser incluidos en la responsabilidad total de la finca hipotecada.

Si la hipoteca que se ejecuta ha sido constituida con posterioridad a la hipoteca inversa habrá de tenerse también en cuenta la naturaleza del derecho de hipoteca en cuanto que se trata de un acto de disposición en la medida en que lleva incorporada la posible realización del bien dado en garantía. Aunque la constitución de una hipoteca de rango posterior no supone *per se* un supuesto de transmisión voluntaria de la finca hipotecada, la ejecución derivada de la constitución voluntaria de la garantía debe

entenderse incluida dentro del supuesto previsto por la disposición adicional 1.^a como causa de vencimiento anticipado de la hipoteca inversa.

En todo caso, la facultad del acreedor para declarar vencida anticipadamente la obligación por la transmisión voluntaria de la finca hipotecada queda compensada por la alternativa que la Ley 41/2007 ofrece al deudor hipotecario mediante la sustitución de la garantía de manera suficiente. Aunque esta alternativa permite al deudor hipotecario la posibilidad de mantener la garantía, los términos generales e imprecisos (*de manera suficiente*) de la formulación legal restan eficacia real a esta facultad del deudor, que, en la mayoría de los casos, requerirá un nuevo acuerdo entre éste y la entidad acreedora.

La disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 no establece el tipo de garantía que se ha de prestar, exigiendo únicamente el requisito de la suficiencia en la misma forma en que lo establece el artículo 1129 del Código Civil para el supuesto de la desaparición o pérdida de la garantía. El supuesto de hecho se puede reducir a dos alternativas básicas. De un lado es necesario que la garantía sea del mismo tipo que la sustituida si se quiere mantener el mismo esquema negocial. Es decir, si estamos ante una hipoteca la nueva garantía deberá estar necesariamente constituida por un bien inmueble. La otra posibilidad consiste en el mecanismo de subrogación regulado por el artículo 110.2 de la Ley Hipotecaria en relación con las indemnizaciones debidas por razón de siniestro o expropiación de la finca hipotecada. En cuanto a la primera alternativa, la de sustitución del inmueble inicialmente hipotecado por otro distinto, se plantean varias cuestiones. En primer lugar la de si el nuevo inmueble ha de constituir la vivienda habitual del deudor hipotecario. Parece que a la vista del régimen excepcional que regula la hipoteca inversa, especialmente en lo relativo al vencimiento anticipado y a la exigibilidad de la deuda, el inmueble adquirido deberá cumplir dicho requisito. En caso contrario, la hipoteca no podrá acogerse a dicha normativa.

La segunda posibilidad radica en la utilización del procedimiento previsto por el artículo 110.2 de la Ley Hipotecaria, es decir, afectar la suma percibida por la transmisión del inmueble hipotecado a la seguridad del crédito mediante su consignación o depósito en la forma que previene dicho precepto, supuesto diverso de la subrogación *ex lege*. Habida cuenta de que la finalidad de la hipoteca inversa es la de asegurar al deudor hipotecario el uso de la vivienda habitual mientras ésta desempeña una función de garantía, no parece que la solución consistente en el depósito o la consignación de la suma percibida por la transmisión sea de utilidad para el deudor hipotecario. De un lado porque no sirve para asegurar el uso de un inmueble como vivienda. Del otro porque esta opción permitiría que siguiera creciendo la deuda por intereses sin que el bien afecto a la garantía proporcionara utilidad alguna al deudor. Hay que tener en cuenta que la norma contenida en el artículo 110.2 de la Ley Hipotecaria está pensando seguramente en obligaciones de naturaleza no dineraria, puesto que en el caso contrario es más ventajoso para el deudor hipotecario liquidar la deuda con las sumas percibidas evitando así que la deuda se incremente por el devengo de nuevos intereses. Ésta debe ser también la solución en el caso de que el préstamo o el crédito no hayan sido recibidos o dispuestos en su totalidad por el deudor hipotecario.

La siguiente cuestión que se plantea es la de la suficiencia de la nueva garantía. No habrá problema si se trata de una cantidad de dinero y se opta por el procedimiento previsto por el artículo 110.2 de la Ley Hipotecaria. En el caso de que la hipoteca se traslade a un bien inmueble cabrán a su vez dos posibilidades. Si, el inmueble con el que se pretende sustituir la garantía no reúne los requisitos establecidos para la hipoteca inversa, especialmente en lo relativo a su condición de vivienda habitual, será necesario un nuevo acuerdo entre la entidad acreedora y el deudor hipotecario. Si por el contrario, se pretende mantener el esquema inicial de la hipoteca inversa, el inmueble deberá cumplir los requisitos previstos para la constitución de dicho tipo de garantías. Deberá ser tasado, asegurado contra daños y dedicado a vivienda habitual por el deudor hipotecario siempre que éste haya adquirido su pleno dominio. No parece que exista problema en contemplar mediante pacto esta posibilidad en la escritura de constitución de la hipoteca inversa, de tal forma que no sea precisa una nueva negociación ni consentimiento cuando el deudor hipotecario precise, por razones objetivas derivadas de su condición o edad, cambiar de vivienda habitual, tales como la disminución de barreras arquitectónicas o mayor facilidad de mantenimiento de la vivienda. Cuando las razones que impulsan al deudor hipotecario al cambio de vivienda sean de índole subjetiva, como el cambio de lugar o de país de residencia por razones personales o familiares, será preciso el consentimiento de la entidad acreedora.

Estrechamente relacionada con esta materia está la cuestión de los eventuales efectos novatorios que la transmisión voluntaria del bien hipotecado puede producir sobre la hipoteca inversa. En este punto caben varias soluciones. La primera pasaría por considerar que nos hallamos ante un supuesto de subrogación legal objetiva, de tal forma que la hipoteca inversa mantiene su rango y no se producen los efectos previstos para la novación por el artículo 1207 del Código Civil. Sin embargo, puede ocurrir que el inmueble con el que se sustituye la garantía modifique la relación de equivalencia inicial entre la deuda y su cobertura por la garantía. Habida cuenta de la naturaleza de privilegio crediticio que caracteriza a la hipoteca como derecho real de garantía, habrá de tenerse en cuenta la existencia de terceros para la valoración de los efectos, sobre todo cuando, por causa del valor superior del inmueble que sustituye al transmitido, se pueda producir una situación de superposición o reforzamiento de la garantía inicial, esto es, de *sobrehipoteca*. En este supuesto habrá de entenderse que, aunque se produzca una variación de la responsabilidad hipotecaria de la finca hipotecada por razón de su sustitución, el derecho de separación que lleva anejo el derecho de hipoteca podría infringir la regla de la *par conditio creditorum*, en cuyo caso la modificación objetiva de la hipoteca no podría perjudicar a terceros.

c) *La subrogación del acreedor*

La especial naturaleza de la hipoteca inversa, tal como la configura la Ley 41/2007, requiere una labor de adaptación al mecanismo de subrogación regulado por la Ley 2/1994, de 30 de marzo, de Subrogación y Modificación de Préstamos Hipotecarios. En principio parece factible la aplicación de la Ley 2/1994 a la hipoteca inversa como instrumento que permita al deudor la posibilidad de obtener las mejores condiciones financieras para su crédito en los términos establecidos por la citada norma.

Respecto de las entidades financieras intervinientes (entidad acreedora y entidad subrogada), la aplicación de la Ley 2/1994 debe ser preferente, por lo que han de quedar excluidas de esta facultad las entidades aseguradoras autorizadas para operar en España, habida cuenta de que la Ley 41/2007 ha reformado la citada Ley 2/1994 y podía haber incluido expresamente en la reforma a las entidades aseguradoras. A este argumento se puede oponer el de que, si una entidad aseguradora puede constituir válidamente una hipoteca inversa, también puede subrogarse en ella. El carácter excepcional de la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 puede proporcionar una solución intermedia, permitiéndose únicamente la subrogación prevista respecto de las hipotecas inversas constituidas a partir de la entrada en vigor de esta norma.

Sin embargo, en lo relativo al deudor hipotecario, por razón de las especiales condiciones que debe reunir éste, se hace de aplicación preferente lo dispuesto por la Ley 41/2007. Esta circunstancia ha de ser tenida en cuenta especialmente en los casos de que, además de la hipoteca inversa, existan otras hipotecas sobre la finca gravada, puesto que la Ley 2/1994, tras la reforma de 2007, exige que cuando sobre la finca exista más de un crédito o préstamo hipotecario inscrito a favor de la misma entidad acreedora, la nueva entidad deberá subrogarse respecto de todos ellos. Ello dará lugar a que, cuando la hipoteca que se quiera mejorar no sea una hipoteca inversa, esta última también entrará en el paquete de la subrogación, asumiendo la entidad subrogada todas las obligaciones y derechos contenidos en ella.

Respecto de la mejora de las condiciones del préstamo o crédito asegurado con la hipoteca, la mejora del interés, cuando éste sea variable, no plantea ninguna cuestión especial. Sin embargo, la subrogación puede tener por objeto la alteración del plazo. En principio la cuestión no se plantea en el caso de la hipoteca inversa, puesto que su vencimiento está vinculado al fallecimiento del deudor hipotecario, de tal forma que no cabe una alteración del plazo sin desnaturalizar la estructura de este tipo de garantías. Sin embargo, en la escritura de constitución de la hipoteca inversa se suele conceder un plazo, por lo general de seis meses, para que los herederos del deudor hipotecario puedan decidir si asumen la obligación o, por el contrario, permiten la ejecución de la garantía. Se podría plantear si la alteración de este plazo adicional podría entenderse incluido dentro de los supuestos permitidos por la Ley 2/1994 para llevar a cabo la subrogación.

Hay que entender que este plazo adicional, al estar conectado, por su día de inicio al término incierto que supone el fallecimiento del deudor hipotecario, participa *per relationem* de la misma naturaleza incierta del término principal. Por decirlo de otra manera, la entidad acreedora no puede exigir la devolución de la obligación principal más intereses y gastos hasta el vencimiento de dicho plazo adicional. Desde este punto de vista no parece aventurado considerar incluidas las alteraciones de este plazo dentro de los supuestos en los que opera la Ley 2/1994. En todo caso, si el pacto tiene por objeto una ampliación del plazo, se necesitará la aceptación por los titulares de derechos inscritos con rango posterior, para mantener el rango de la garantía. Será de aplicación también lo dispuesto en el artículo 8 de la Ley 41/2007 sobre compensación por desistimiento, ya que la hipoteca inversa se refiere, por definición, a una vivienda y a una persona física.

E) El vencimiento de la obligación

Una de las características definitorias de la hipoteca inversa es precisamente la de la inexigibilidad de la deuda hasta el fallecimiento del deudor hipotecario o, en su caso, del último de los beneficiarios. En este momento la deuda se torna exigible y el acreedor puede ejercitar las acciones correspondientes para su recobro. Para ello la Ley 41/2007 le ofrece dos opciones: la primera es la de dirigirse contra los herederos del deudor hipotecario, ya que la ley les permite reembolsar los débitos vencidos, con sus intereses. Si los herederos del deudor hipotecario no optaran por esta alternativa, el acreedor el acreedor sólo podrá obtener recobro hasta donde alcancen los bienes de la herencia.

Esta especial estructura jurídica de la hipoteca inversa hace necesario que algunos de estos puntos queden suficientemente determinados, dentro de lo posible, en el momento de la constitución de la hipoteca. No hay que olvidar que, en muchos casos, el deudor hipotecario suele ser extranjero, por lo que la prueba de su fallecimiento, si ha abandonado nuestro país, o la determinación de quiénes son sus herederos puede acarrear graves complicaciones.

Una cuestión que se puede plantear es la de si el fallecimiento del deudor hipotecario ha de ser en todo caso requisito necesario para el vencimiento de la hipoteca inversa o si, por el contrario, cabe la posibilidad de que el fallecimiento del beneficiario antes del deudor hipotecario pueda dar lugar a dicho vencimiento. Se trata de una cuestión muy delicada, puesto que la respuesta afirmativa podría dar lugar a la pérdida del uso de su vivienda por parte del deudor hipotecario. Como quiera que dicho pacto es perfectamente admisible, se ha de hacer constar esta posibilidad de forma expresa en la escritura de constitución, advirtiendo también expresamente al deudor hipotecario de las consecuencias que para él comportaría un pacto de esta naturaleza.

a) La prueba y la notificación del fallecimiento del deudor hipotecario o del último de los beneficiarios

Como, por razones obvias, la notificación del fallecimiento de la persona cuya muerte determine el vencimiento de la deuda no puede realizarse por la parte deudora, la escritura de constitución de la hipoteca deberá prever esta contingencia. La primera solución podría ser la de consignar en ella los datos de aquellas personas que tengan una relación de proximidad o contacto permanente con el deudor hipotecario, indicando en la escritura de hipoteca las circunstancias necesarias (nombre, apellidos y domicilio) para que la entidad acreedora pueda, a través de aquellos, obtener una información rápida y fiable sobre el fallecimiento del deudor o del beneficiario. No es necesario que dichas personas deban reunir la condición de futuros herederos del deudor hipotecario.

Otra posibilidad sería la de establecer en la escritura de constitución de la hipoteca, la obligación de que el deudor hipotecario, o el beneficiario, deban acreditar cada cierto tiempo que se hallan con vida, mediante certificación notarial de existencia, remitida a la entidad acreedora. La falta de cumplimiento de esta obligación podría

constituir una causa de vencimiento anticipado de la obligación, pero no un sistema para acreditar el fallecimiento del deudor mediante el mecanismo de la presunción, posibilidad vedada por nuestro ordenamiento jurídico, salvo en los casos expresamente previstos por el Código Civil.

En el supuesto de ausencia legal del deudor hipotecario o del beneficiario, la situación podría resolverse sobre la base de parecidos criterios. Aunque la situación de ausencia no puede equipararse legalmente a la de fallecimiento, sí sería factible su inclusión dentro de las causas de vencimiento anticipado de la hipoteca inversa, siempre que dicha situación de ausencia impidiese el cumplimiento de la finalidad de la hipoteca inversa. Es decir, cuando, habiendo sido completamente entregado el importe del préstamo o del crédito por la entidad acreedora, la finca hipotecada no cubriese la necesidad de vivienda habitual, habida cuenta de la desaparición de su usuario. En todo caso, el artículo 182 del Código Civil faculta a la entidad acreedora para solicitar la declaración de ausencia si fuere necesario. Por el contrario no podrían ser consideradas causas de vencimiento anticipado aquellos supuestos de ausencia, más o menos prolongada, siempre que fuera conocido el paradero del deudor hipotecario o del beneficiario.

b) *La determinación de los herederos*

Otra de las situaciones que hay que prever al momento de la constitución de la hipoteca inversa es la determinación de los herederos del deudor hipotecario. Se trata de una cuestión compleja debido a la numerosa población de otros países que han elegido nuestro país para pasar los últimos años de su vida. Habida cuenta de que la sucesión *mortis causa* de una persona está incluida en su estatuto personal y que, por tanto, se regirá por su ley nacional, es preciso establecer, al momento de la constitución de la hipoteca, un sistema ágil que permita a la entidad acreedora conocer quiénes serán previsiblemente los herederos del deudor hipotecario.

Para ello es preciso examinar separadamente los supuestos que pueden producirse de forma más frecuente.

Si el deudor hipotecario ha otorgado testamento en nuestro país, la situación no tiene por qué ser complicada, puesto que mediante el Registro Central de Actos de Última Voluntad puede conocerse la fecha y lugar de su otorgamiento, previa remisión al citado Registro del correspondiente Certificado de Defunción. A estos efectos hay que entender a la entidad acreedora, previa justificación de tal condición, como persona legitimada para solicitar y obtener una copia autorizada del testamento, una vez determinado el Protocolo notarial donde se halla el testamento original. Si el testamento hubiese sido otorgado fuera de España habrá de estarse a cada caso concreto para determinar su validez y eficacia.

Si el deudor ha fallecido sin haber otorgado testamento, será preciso incoar la correspondiente declaración de herederos *abintestato* a fin de determinar qué persona o personas ostentan la cualidad de herederos del deudor. A estos efectos hay que entender también legitimada a la entidad acreedora para instar dicha declaración.

A la vista de la anterior casuística se hace de todo punto indispensable la adopción de medidas de tipo preventivo, al tiempo del otorgamiento de la escritura de

hipoteca, que eviten llegar a situaciones complejas como la necesidad de la actuación contra herederos indeterminados del causante, que pueden no residir en nuestro país, o la de tener que probar quiénes son los herederos de un extranjero fallecido en nuestro país sin haber otorgado testamento.

Un modelo preventivo para solucionar esta casuística, que puede llegar a adquirir rasgos cuando menos problemáticos en los supuestos de extranjeros residentes en España, podría ser esbozado sobre los siguientes puntos básicos.

Si el deudor hipotecario hubiese otorgado testamento para sus bienes en España con anterioridad a la constitución de la hipoteca inversa, sería conveniente la consignación *per relationem* de los datos relativos a su otorgamiento (lugar, fecha, Notario autorizante y número de Protocolo) o incluso incorporar a la escritura de constitución de la hipoteca una copia del testamento en sobre cerrado. En todo caso es conveniente que, al especificar en el momento del otorgamiento del testamento la identidad de los herederos, se haga constar también un domicilio para eventuales notificaciones. Este tipo de indicaciones, las cuales no afectan al contenido del testamento que se mantiene reservado, no tienen en ningún caso la naturaleza de pactos sucesorios u obligaciones del deudor hipotecario en orden a designar sus herederos. El testamento tiene por lo general naturaleza revocable, y sería de dudosa licitud el pacto entre el deudor hipotecario-testador y la entidad acreedora en orden a designar quiénes serán los herederos de aquél a los efectos de la hipoteca inversa. Dicho pacto podría encubrir un contrato sucesorio no admitido en muchos ordenamientos jurídicos. Además, en los países como Alemania o el Reino Unido, en los que se precisa la posterior apertura u homologación por Tribunales sucesorios, la resolución judicial o administrativa que homologa o valida el testamento podría dar lugar a la inaplicabilidad de dicha estipulación. En todo caso la indicación de los herederos del deudor hipotecario, cuando éste expresamente quisiera hacerlo constar así en la escritura de constitución de la hipoteca inversa, podría incardinarse dentro de las estipulaciones contenidas en la hipoteca, dirigidas a determinar el domicilio donde practicar los requisitos y notificaciones derivados del vencimiento de la obligación asegurada.

Como alternativa, de carácter supletorio, para el caso de que el testamento no existiera, no estuviera disponible o fuese revocado con posterioridad a la constitución de la hipoteca inversa, o simplemente como medida adicional de seguridad, podría ser apropiado que el deudor hipotecario hiciera constar los datos identificativos de las personas que, en su caso, reunirían la cualidad de herederos *abintestato*, acompañados de la documentación acreditativa, si fuere posible, de la relación con el deudor hipotecario que les atribuye tal condición. Así se dispondría de los datos de hecho necesarios para instar la correspondiente declaración de herederos *abintestato*, que se regiría en cuanto a su contenido por la ley nacional del deudor hipotecario y, en cuanto a la forma, por la legislación procesal española, notarial o judicial. De este modo es posible obtener, en el momento del otorgamiento de la escritura de hipoteca inversa, las circunstancias que permitieran conocer a los interlocutores jurídicos de la entidad acreedora al momento del fallecimiento del deudor hipotecario, esto es, a sus herederos.

En el caso contrario, es decir, cuando no conste la existencia de testamento ni de personas llamadas a la sucesión, será preciso acudir al procedimiento regulado por la Ley de Enjuiciamiento Civil, que prevé la adopción por el Juez de las disposiciones procedentes sobre la seguridad y administración de la herencia, en espera de un heredero definitivo, designando un administrador que la represente (artículos 6.4, 7.5, 540, 790.1, 791.2.2.º, 797 y 798 de la Ley Enjuiciamiento Civil), con quien sustanciar entretanto el procedimiento, sin que la falta de ese cargo que asuma la defensa jurídica de la herencia pueda entenderse suplida simplemente mediante la demanda y citación genéricas de los causahabientes desconocidos del causante, con independencia del modo o garantías de las citaciones practicadas en los autos (Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 24 de febrero de 2006).

c) *El plazo de vencimiento de la obligación*

Habida cuenta del carácter esencialmente vitalicio de la hipoteca inversa, el fallecimiento del deudor hipotecario, o, en su caso, del beneficiario designado, producirá el vencimiento de la obligación. La suspensión de la exigibilidad de la deuda hasta la muerte del deudor hipotecario es consecuente con la finalidad de este tipo de hipoteca, en cuanto hace compatible el uso de la vivienda con su función de garantía.

Por ello hay que distinguir dos elementos que confluyen en este momento y que son conceptualmente distintos, si bien se solapan temporalmente por razón del funcionamiento de esta forma de garantía.

De un lado está el momento del vencimiento de la deuda garantizada con la hipoteca, que es el fallecimiento del deudor hipotecario o del beneficiario designado. La razón que fundamentaba la suspensión de la exigibilidad, el uso de la vivienda por el deudor hipotecario, ha desaparecido y la entidad acreedora puede exigir la devolución del capital, intereses y gastos. Del otro lado está el derecho que la ley otorga a una categoría legal específica, los herederos, para que, sin el pago de comisiones de cancelación ni de intereses de demora, puedan liberar el inmueble de la carga que lo afecta. En este sentido, la facultad de los herederos es muy parecida al *right of redemption* del Derecho anglosajón, si bien en nuestro sistema jurídico su naturaleza se asemeja también al llamado *término de gracia*, cuya necesidad viene impuesta por los imperativos de la buena fe contractual. Por ello, aunque materialmente la entidad acreedora no pueda iniciar el procedimiento de ejecución de la garantía hasta la finalización de dicho plazo, el vencimiento de la deuda se ha producido en el momento del fallecimiento del deudor hipotecario.

En este sentido parece conveniente distinguir entre un plazo mínimo, que será el que transcurre entre la constitución de la hipoteca y el fallecimiento del deudor hipotecario, y un plazo máximo, que se cumplirá cuando finalice el plazo estipulado para que los herederos puedan hacer uso de su derecho de redención de la carga.

La principal consecuencia de esta distinción es la de determinar qué derechos asisten a la entidad acreedora durante el plazo concedido a los herederos para decidir si pagan la hipoteca, puesto que la deuda está vencida pero su exigibilidad suspendida hasta el transcurso del citado plazo. En especial si puede ejercitar los derechos a exigir

el vencimiento anticipado en los términos legal o convencionalmente previstos. O los efectos que puede producir la renuncia a dicho plazo por los herederos.

En relación con la primera de las cuestiones, la conservación de la garantía durante el transcurso del plazo concedido a los llamados a la herencia, previa su aceptación, para decidir sobre el pago de la hipoteca, y especialmente cuando éstos no hayan aceptado la herencia, parece aconsejable la inclusión de un pacto en la escritura de constitución de la hipoteca que permita atribuir a la entidad acreedora la administración y posesión interina de la finca hipotecada mientras ésta permanezca en esta especie de *limbo* hipotecario. Cuando los herederos ejerciten, en su caso, dicha facultad, el pago de la deuda produciría la extinción de esta situación transitoria.

d) *La facultad de pago atribuida a los herederos*

La siguiente cuestión radica en delimitar la naturaleza y contenido de la facultad de pago concedida a los herederos. Caben dos alternativas. La primera, entender que no se trata de un derecho derivado de la condición de heredero, puesto que la ley no exige en ningún momento que para ejercitar dicha facultad sea precisa la previa aceptación de la herencia, y que más bien se trata de un supuesto en el que la legitimación para el ejercicio de una facultad específica viene determinada por la inclusión de una persona dentro de una determinada categoría jurídica. De esta forma, el llamamiento a la herencia sería condición suficiente para el ejercicio de esta facultad. El inconveniente de esta solución reside en la propia estructura de los llamamientos hereditarios, que, tanto en la sucesión testada como en la intestada, contemplan la existencia de categorías sucesivas de herederos, unas en defecto de las otras, hasta que la herencia no haya sido efectivamente aceptada. La falta de aceptación permitiría que cualquier persona con expectativa de ser heredero del deudor hipotecario pudiera considerarse legitimada para el ejercicio de dicha facultad, que, a su vez, podría ser enervado por el ejercicio de la misma facultad por un heredero de carácter preferente al primero.

La solución contraria pasa por requerir la previa aceptación de la herencia para el ejercicio de la facultad de pago de la hipoteca. Pero es importante diferenciar la aceptación de la herencia de la adjudicación de los bienes que la integran, en pago de los derechos de los herederos. No es preciso que, para el ejercicio de dicha facultad, el heredero tenga que adjudicarse el bien hipotecado. Defender la solución contraria supondría dejar la viabilidad del ejercicio de esta facultad a las vicisitudes derivadas de la partición de la herencia, lo que daría lugar, en muchos casos, a la inevitable ejecución de la garantía.

Cabe, sin embargo, la aceptación tácita de la herencia mediante el pago de la hipoteca inversa por quien tenga la condición de heredero del deudor hipotecario, ya que el mismo pago habría de entenderse incluido dentro de los actos que presumen la aceptación por el artículo 999 del Código Civil.

Hay que entender que la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 no está contemplando un supuesto de adjudicación para pago de deudas, sino el ejercicio de una especialísima facultad para la que se requiere ser heredero del deudor hipotecario. Y esta condición de heredero es la que le permite cancelar la deuda sin pagar comisio-

nes ni intereses de demora. En el supuesto de que la oposición de los demás herederos para la adjudicación del bien hipotecado al heredero pagador de la deuda impida la adjudicación de la vivienda hipotecada, éste se subrogaría frente a los demás coherederos en la posición del acreedor hipotecario en los términos previstos por el artículo 118 de la Ley Hipotecaria. De esta forma se puede dotar a esta facultad de la operatividad necesaria para su ejercicio en plazo estipulado en la escritura de constitución de la hipoteca inversa sin que la mejor posición económica de un heredero en relación con los demás la faculte a apropiarse de bienes por un importe inferior al de su valor real sin el consentimiento de los demás interesados en la herencia.

Por todo lo anterior conviene distinguir, en relación con la facultad del heredero para pagar la hipoteca, dos espacios jurídicos netamente diferenciados. El primero estaría integrado por las relaciones derivadas del pago efectuado por quien ostente la condición de heredero frente a la entidad acreedora y el segundo, por las repercusiones económicas de dicho pago respecto de los bienes que integran la masa de la herencia, relaciones que se darían entre los coherederos y que no afectarían a la entidad acreedora. De la misma forma habrían de resolverse las cuestiones que pudieran derivarse de la pretensión del ejercicio de dicha facultad por más de un heredero. En todo caso habrá de darse preferencia, en el ejercicio de este derecho, al heredero o legatario a favor del cual hubiese dispuesto el deudor de la finca hipotecada.

F) La extinción de la obligación asegurada y la cancelación de la hipoteca

Una vez determinado el momento del vencimiento de la obligación, la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 contempla dos alternativas para la extinción de la obligación garantizada y la subsiguiente extinción de la hipoteca.

La primera de ellas es el pago por los herederos, contenida en el párrafo primero del apartado 5 de la disposición adicional 1.^a: *Al fallecimiento del deudor hipotecario sus herederos o, si así se estipula en el contrato, al fallecimiento del último de los beneficiarios, podrán cancelar el préstamo, en el plazo estipulado, abonando al acreedor hipotecario la totalidad de los débitos vencidos, con sus intereses, sin que el acreedor pueda exigir compensación alguna por la cancelación.*

La otra posibilidad consiste en la ejecución de la garantía, tal como previene el apartado 6 de la misma disposición: *Cuando se extinga el préstamo o crédito regulado por esta disposición y los herederos del deudor hipotecario decidan no reembolsar los débitos vencidos, con sus intereses, el acreedor sólo podrá obtener recobro hasta donde alcancen los bienes de la herencia. A estos efectos no será de aplicación lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 114 de la Ley Hipotecaria.*

a) La devolución del préstamo por los herederos

La devolución del préstamo por los herederos es la primera posibilidad prevista para la cancelación de la hipoteca inversa. La cuestión que se plantea en este lugar es la relativa a la extensión de esta facultad de los herederos. Es decir, si las condiciones establecidas para la extinción del préstamo se refieren única y exclusivamente al pago o devolución de la cantidad adeudada más sus intereses o, por el contrario, se pueden

entender incluidos en el supuesto otros medios de extinción de la deuda, como puede ser la novación modificativa del préstamo entre la entidad acreedora y el heredero que asume la deuda. La cuestión puede tener relevancia principalmente en el tema de la comisión. La norma deja suficientemente claro que solamente la devolución del capital e intereses adeudados, en el plazo estipulado en la escritura de constitución de la hipoteca, término que deberá ser necesariamente posterior a la muerte del deudor hipotecario, no genera derecho alguno a compensación a favor de la entidad acreedora. También parece factible la novación modificativa de la hipoteca inversa mediante su transformación en una hipoteca a cargo de uno de los herederos, si bien la ampliación del plazo, que será lo corriente en la mayoría de los supuestos, originará la alteración o pérdida del rango de la hipoteca, por la ampliación, salvo que presten su consentimiento los titulares de derechos inscritos de rango posterior, según establece el artículo 4 de la Ley 2/1994.

Asimismo cabe la posibilidad de que los herederos devuelvan el préstamo, una vez fallecido el deudor hipotecario pero antes del plazo estipulado para el vencimiento de la obligación asegurada. En este caso serán de aplicación las normas sobre compensación por desistimiento que contiene el artículo 7 de la Ley 41/2007.

El montante de la cantidad a devolver estará integrado por el principal del préstamo, los intereses remuneratorios devengados hasta el vencimiento de la hipoteca y, en su caso, las cantidades anticipadas por la entidad acreedora necesarias para la conservación de la garantía.

De la misma forma puede suscitarse la cuestión de la posibilidad de la cancelación parcial de la hipoteca inversa, cuando la vivienda habitual del deudor hipotecario esté compuesta funcionalmente por varias fincas registrales susceptibles de aprovechamiento independiente. La cuestión no es baladí especialmente en los supuestos en que se ha producido una situación de patrimonio negativo. En estos supuestos, la cancelación parcial puede producir efectos exponenciales respecto de la situación de patrimonio negativo, sobre todo cuando el remanente de los bienes de la herencia es notoriamente insuficiente para cubrir el resto de la deuda. Por ello, y a falta de pacto expreso en otro sentido, hay que entender que cualquier tipo de cancelación parcial de la hipoteca inversa requerirá el consentimiento expreso de la entidad acreedora en la medida que pueda alterar la suficiencia de la garantía.

b) *El recobro de la deuda por la entidad acreedora*

Para el caso de que los herederos del deudor hipotecario no decidan, en el plazo estipulado, devolver el crédito y cancelar la hipoteca inversa, la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 contempla la ejecución de la garantía, el *recobro* en expresión de la propia Ley.

Aunque se trata del ejercicio de las acciones que acompañan a la garantía hipotecaria y que aseguran su operatividad, la especial estructura económica de la hipoteca inversa hace necesaria la introducción de algunas reglas de carácter especial.

La hipoteca inversa se caracteriza principalmente porque su eficacia descansa en el valor de la finca hipotecada, esto es, en su aptitud para cubrir la deuda mediante su

enajenación. En otros tipos de hipoteca, la amortización se apoya directamente en la capacidad de pago del deudor hipotecario, de forma que la hipoteca en cuanto garantía desempeña una función subsidiaria respecto de la responsabilidad patrimonial universal del deudor, reforzando la seguridad del cumplimiento de la obligación mediante la afección de un bien inmueble determinado. Sin embargo, la hipoteca inversa se configura precisamente por lo contrario, puesto que, desde su constitución, el recobro de la deuda descansa casi exclusivamente en la venta del inmueble tras el fallecimiento del deudor hipotecario y no en la capacidad de pago de este último. El deudor hipotecario no va a amortizar capital ni pagar intereses durante su vida. Por ello se puede afirmar que, al vencimiento de la obligación garantizada por la hipoteca inversa, no existe la figura del deudor hipotecario, ya que el deudor inicial, por definición, ha fallecido, y la facultad de redención de la deuda por los herederos no supone en principio la asunción de ésta, ya que la responsabilidad no se comunica a sus patrimonios.

Para dotar de la necesaria efectividad a la garantía, la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 establece dos reglas propias: la alteración de las normas generales relativas a los límites de la responsabilidad del bien hipotecado y la limitación de la responsabilidad a los bienes que integran la herencia del deudor hipotecario.

c) *La responsabilidad de los bienes hipotecados*

Ordinariamente, el pago de los intereses remuneratorios del préstamo se configura como una obligación de cumplimiento periódico que discurre de forma paralela al pago del principal del préstamo. El incumplimiento de dicha obligación da lugar al vencimiento anticipado de la deuda y a su exigibilidad, por medio, entre otras, de las acciones de que la ley dota a la garantía hipotecaria. Desde este punto de vista parece que es como se puede entender la limitación de la responsabilidad por intereses contenida en el artículo 114 de la Ley Hipotecaria. Las acciones del acreedor por impago de intereses quedan suficientemente respaldadas con la cobertura temporal pactada por un máximo de 5 años que establece el citado precepto.

Sin embargo, en el supuesto de la hipoteca inversa ocurre lo contrario, puesto que los intereses remuneratorios no son exigibles sino conjuntamente con el principal del préstamo al momento del fallecimiento del deudor hipotecario. Esto supone que la cobertura de 5 años que establece el artículo 114 de la Ley Hipotecaria puede ser en muchos casos insuficiente para asegurar, en perjuicio de terceros, el importe debido por intereses remuneratorios. Por ello la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 establece una excepción a esta regla general, dejando sin efecto, en el caso de la hipoteca inversa, los límites establecidos por el artículo 114 de la Ley Hipotecaria. Hay que entender que esta norma no se refiere a la responsabilidad de los herederos, que es en principio una responsabilidad personal, sino al caso en que éstos decidieran no cancelar el préstamo. En este supuesto los intereses generados por la deuda quedarían cubiertos por la garantía sin limitación alguna respecto de los intereses ordinarios, frente a terceros poseedores o frente a acreedores de rango posterior. En cualquier caso el principio de especialidad entendido a la manera clásica (determinación inicial de la deuda garantizada de forma nominal o mediante la fijación de una cantidad máxima) queda modulado sólo respecto de titulares de derechos de garantía de rango posterior,

confirmándose así la vocación de exclusividad que tiene la hipoteca inversa. En el caso de terceros adquirentes, el momento de la transmisión de la finca hipotecada tanto si tiene lugar en vida del deudor hipotecario como si se produce al tiempo del vencimiento de la hipoteca por fallecimiento de aquél, servirá de base para el cálculo exacto de la cantidad adeudada por intereses. De esta forma, el tercero adquirente puede saber con certeza, e inmediatamente antes de la transmisión, el importe de la deuda de intereses, eliminando la incertidumbre sobre esta circunstancia que pudiera perjudicar o dotar de inseguridad a la circulación del bien en el mercado inmobiliario.

Asimismo, del carácter excepcional de esta norma se derivan dos consecuencias directas. En primer lugar hay que entender que la excepción sólo es de aplicación una sola vez en el caso de la transmisión voluntaria de la finca hipotecada. Si la entidad acreedora no hace uso en dicho momento de su derecho a declarar la obligación vencida anticipadamente, la cobertura por intereses quedará limitada a los cinco años que con carácter general establece el artículo 114 de la Ley Hipotecaria, puesto que la solución contraria haría imposible la circulación de información fiable sobre el estado de cargas de dicho inmueble. En segundo término, la excepción a los límites marcados por el artículo 114 de la Ley Hipotecaria que contempla la disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 sólo puede entenderse referida a los intereses remuneratorios y no a los intereses de demora, puesto que éstos, por la propia dinámica de la hipoteca inversa, quedan suficientemente asegurados mediante la cobertura máxima establecida por el citado artículo 114 de la Ley Hipotecaria.

La disposición adicional 1.^a de la Ley 41/2007 establece, además, un mecanismo para el reforzamiento de la posición jurídica de la entidad acreedora extendiendo la responsabilidad derivada de la hipoteca inversa a los demás bienes que integran la herencia del deudor hipotecario. La efectiva operatividad de esta norma plantea algunas cuestiones. La primera de ellas es la naturaleza de esta afección en garantía del pago de la deuda. Aunque su fundamento parece que tiene su origen en la voluntad del legislador de compensar de algún modo al acreedor, por la no sujeción de los bienes propios de los herederos a la responsabilidad derivada de la hipoteca inversa, parece excesivo pensar que nos hallamos ante un nuevo supuesto de hipoteca universal tácita sobre la masa hereditaria, principalmente debido a la falta de formulación legal explícita que una garantía de esta envergadura requiere. Más bien, habrá de entenderse como un supuesto de la facultad del acreedor para ampliar la responsabilidad por intereses a otros bienes del deudor en la forma que establece el último párrafo del artículo 115 de la Ley Hipotecaria, habida cuenta además de que, en este caso, no juega la limitación impuesta por el artículo 114 del mismo texto legal. Para garantizar la ampliación de la hipoteca a otros bienes de la herencia, la entidad acreedora podrá oponerse a la partición en la forma establecida por el artículo 1082 del Código Civil. Si la partición ya se hubiera efectuado, supuesto que puede ocurrir cuando el beneficiario cuyo fallecimiento determine el vencimiento de la hipoteca sobreviva al deudor hipotecario y la situación de patrimonio negativo se produzca después del fallecimiento de este último, la entidad acreedora podrá dirigirse contra los adjudicatarios hasta donde alcance el valor de los bienes adjudicados, mediante la aplicación analógica del artículo 1084 del Código Civil para el supuesto de aceptación de la herencia a beneficio de inventario.

IV. BIBLIOGRAFÍA

ANGUITA RÍOS, Rosa María, “Regulación relativa a la hipoteca inversa según la Ley 41/2007, de 7 de diciembre”. *Diario La Ley*, núm. 6875, febrero 2008.

CLAURETIE, Terence M. y SIRMANS G. Stacey, *Real Estate Finance*, Mason (EE.UU.), 2006.

LEECE, David, *Economics of the Mortgage Market*, Londres, 2004.

MIQUEL SILVESTRE, José Antonio, “Hipoteca inversa. Algunas hipótesis de conflicto”, *Diario La Ley*, núm. 6924, abril 2008.

MORILLO, Francisco Javier, “El crédito hipotecario inverso”. *El Notario del siglo XXI*, núm. 17, enero-febrero 2008, p. 162.

MURO VILLALÓN, Jesús Víctor, “La hipoteca inversa”, en AA.VV., *Jornadas sobre la Ley por la que se modifica la Ley 27/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario*, Madrid, 2008, p. 153.

ROMERO CANDAU, Pedro Antonio, “La hipoteca inversa”, en AA.VV., *Hacia un nuevo Derecho hipotecario. Estudios sobre la ley 41/2007 de reforma del mercado hipotecario*, Madrid, 2008, p. 307.

SERRANO DE NICOLÁS, Ángel, “La hipoteca inversa”, en AA.VV., “LA DEFENSA JURÍDICA DE LAS PERSONAS VULNERABLES”, Pamplona, 2008, p. 327, en AA.VV.

— “Régimen jurídico de la hipoteca inversa”, *Revista de Derecho Privado*, marzo-abril 2008, p. 33.

ZURITA MARTÍN, Isabel, “La nueva normativa reguladora de la hipoteca inversa”, *Revista Crítica de Derecho inmobiliario*, núm. 707, p. 1275.

CRÓNICA

LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO EN EL ÁMBITO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN: DE BASELEA II A MIFID Y SU TRANSPOSICIÓN EN ESPAÑA. EL RECONOCIMIENTO LEGISLATIVO DE UNA REALIDAD PRÁCTICA

ALMUDENA DE LA MATA MUÑOZ ⁽¹⁾

*Letrado del Banco de España, Profesora de Derecho Civil y Mercantil de la Universidad de Hamburgo
y Research Associate del European Credit Research Institute*

RESUMEN

En este trabajo se realiza un análisis crítico de la función de cumplimiento normativo en el ámbito de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Se revisan los conceptos básicos relacionados con la función de cumplimiento así como la normativa vigente de aplicación a dicha función, prestando especial atención a los documentos elaborados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y las exigencias legislativas establecidas al respecto en regulación europea de reciente creación como la Directiva MiFID y la Directiva de Requerimiento de Capital y su normativa de transposición en España en la Ley del Mercado de Valores y la normativa de solvencia.

Palabras clave: cumplimiento normativo, riesgo de incumplimiento, MiFID, Basilea, mitigación del riesgo, Ley del Mercado de Valores, solvencia, gobierno corporativo.

ABSTRACT

This article provides a critical analysis of the compliance function in the sphere of credit institutions and investment companies. The basic concepts related to the compliance function as well as the current legislation applicable to it are extensively treated. Special attention is paid to the documents of the Basel Committee of Banking Supervision, the MiFID Directive and the Capital Requirements Directive as well as their implementing legislation in Spain through the Ley del Mercado de Valores and the solvency regulation.

Key words: compliance function, compliance unit, compliance risk, MiFID, Basel, risk mitigation, capital requirement, solvency, corporate governance.

⁽¹⁾ El contenido de este artículo debe atribuirse únicamente a la autora a título personal.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. RECONOCIMIENTO LEGISLATIVO DE LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO.
 - 1. **Informes del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea: los principios generales.**
 - 2. **Directiva MiFID y su transposición en España a través de la Ley 47/2007 y del Real Decreto 217/2008.**
 - A) Ley del Mercado de Valores.
 - B) Real Decreto 217/2008.
 - 3. **Basilea II/Directiva de Requerimiento de Capital y su transposición en España a través del Real Decreto 216/2008 y de la Circular 8/2008.**
 - A) Real Decreto 216/2008.
 - B) Circular 3/2008 del Banco de España.
- III. EL INCUMPLIMIENTO NORMATIVO COMO RIESGO: EL PUNTO DE PARTIDA.
- IV. LA GESTIÓN DEL RIESGO DE INCUMPLIMIENTO.
 - 1. **Identificación de la normativa aplicable.**
 - A) Carácter legal o voluntario de la normativa.
 - B) Ámbito material de la normativa.
 - 2. **Análisis constante del riesgo.**
 - 3. **Mitigación del riesgo: carácter preventivo de la regulación.**
 - 4. **Adaptación de la función de cumplimiento a las características de la entidad.**
- V. LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO.
- VI. LA UNIDAD DE CUMPLIMIENTO.
 - 1. **Responsabilidades de la unidad de cumplimiento.**
 - 2. **Características de la unidad de cumplimiento normativo.**
 - A) Independencia y objetividad.
 - B) Dotación de autoridad, recursos, experiencia y acceso a la información.

- a) *Autoridad.*
- b) *Recursos.*
- c) *Experiencia.*
- d) *Acceso a la información.*

VII. EL RETO QUE SUPONE LA ADAPTACIÓN A MIFID PARA LA UNIDAD DE CUMPLIMIENTO.

- 1. El reto de la adaptación.**
- 2. El reto de cambio de cultura interna.**
- 3. El reto de las tecnologías-aplicaciones informáticas.**

VIII. CUMPLIMIENTO NORMATIVO COMO GENERADOR DE VALOR: LA IMPOSICIÓN DE SANCIONES POR INFRACCIONES.

- 1. Protección frente al riesgo de sanción y al riesgo de pérdida de reputación.**
- 2. Infracciones y Sanciones en el marco normativo de la Directiva MiFID.**
- 3. Infracciones en relación con la unidad de cumplimiento normativo.**

IX. LEGISLACIÓN.

X. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

En el sector financiero se ha introducido a lo largo de los últimos años una cantidad ingente de nueva normativa de aplicación a las entidades, con el consiguiente aumento del riesgo de incumplimiento. Dicho incumplimiento se traduce en la imposición de sanciones de distinta naturaleza y en la posible pérdida de reputación. El valor del elemento reputacional se ha visto incrementado dado el impacto creciente en el valor de negocio de las entidades, con posibles repercusiones en la confianza de los mercados.

La adecuada gestión del riesgo de incumplimiento se ha planteado como elemento fundamental de la gestión de las organizaciones en el ámbito privado. Así, la función de cumplimiento normativo, junto con la de control de riesgos y la de control interno, configuran la estructura de control como elemento básico del buen gobierno corporativo.

Los reguladores han reconocido la importancia de la función de cumplimiento normativo como unidad de gestión del riesgo de incumplimiento, obligando incluso al establecimiento específico de la función como responsabilidad de la alta dirección y de la unidad de cumplimiento como garantía de la adecuada gestión del riesgo.

Ya el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea había definido y delimitado la función independiente de cumplimiento normativo ⁽²⁾, considerándola también un elemento esencial de buen gobierno corporativo ⁽³⁾. También se introdujeron referencias a la unidad de cumplimiento en normativa europea de transposición del Acuerdo de Basilea II ⁽⁴⁾, pero es con la entrada en vigor de la Directiva MiFID ⁽⁵⁾, cuando se introduce la obligación para las entidades de servicios financieros de disponer de la función y unidad de cumplimiento normativo y se establecen sus características para garantizar la realización efectiva de sus funciones.

En este documento, se pretende revisar los conceptos básicos relacionados con la función de cumplimiento normativo y su desarrollo en el ámbito de las entidades privadas y el hecho de que la creación de dicha función y sus características hayan sido objeto de tratamiento exhaustivo por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y definidas como exigencia legislativa en normas recientes como la Directiva MiFID y la Directiva de Requerimiento de Capital ⁽⁶⁾ y su normativa de transposición.

II. RECONOCIMIENTO LEGISLATIVO DE LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO

La función de cumplimiento normativo como elemento esencial del buen gobierno corporativo ha recibido cobertura normativa a través de los siguientes documentos y textos legales:

- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Informes de política regulatoria:

⁽²⁾ COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Compliance and the compliance function in Banks*, enero 2005, <http://www.bis.org/publ/bcbs113.pdf?noframes=1> (citado: *Compliance and the compliance function in banks*).

⁽³⁾ COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Enhancing corporate governance for banking organizations*, febrero 2006, p. 4, núm. 14 y núm. 42, <http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf?noframes=1> (citado: *Enhancing corporate governance for banking organizations*).

⁽⁴⁾ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf> (citado Basilea II).

⁽⁵⁾ Directiva 2004/39 CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), así como de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva (citado: Directiva MiFID).

⁽⁶⁾ 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, y Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (citado: Directiva de Requerimiento de Capital).

- Compliance and the compliance function in Banks⁽⁷⁾.
 - Enhancing corporate governance for banking organizations⁽⁸⁾.
- Directiva MiFID y su transposición en España a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) y del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero (Real Decreto 217/2008).
- Basilea II en su transposición a través de la Directiva de Requerimiento de Capital y la transposición de ésta en el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (Real Decreto 217/2008) y la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (Circular 3/2008).

1. Informes del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea: los principios generales

Los informes del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea sentaron las bases de la concepción actual de la función de cumplimiento, que fue posteriormente asimilada en las respectivas Directivas MiFID y de Requerimiento de Capital.

El Comité de Basilea estructura por primera vez la función de cumplimiento en el marco de la gestión de riesgos⁽⁹⁾. Se define el riesgo de incumplimiento y se considera imprescindible la estructuración de una unidad que gestione y minimice dicho riesgo, cuya responsabilidad de control se sitúa en el más alto nivel de la dirección (siendo el consejo de dirección responsable de la supervisión de la gestión del riesgo de incumplimiento⁽¹⁰⁾ y la alta dirección, de su efectiva gestión así como del establecimiento de una función permanente y efectiva de cumplimiento⁽¹¹⁾). Asimismo, se definen las características fundamentales, estructura y funciones de la unidad de cumplimiento⁽¹²⁾.

⁽⁷⁾ *Compliance and the compliance function in banks*, p. 7, núm. 3.

⁽⁸⁾ *Enhancing corporate governance for banking organizations*, p. 4, núms. 14 y 42.

⁽⁹⁾ *Compliance and the compliance function in banks*, p. 7, núm. 3.

⁽¹⁰⁾ *Compliance and the compliance function in banks*, p. 9, principio 1.

⁽¹¹⁾ *Compliance and the compliance function in banks*, p. 9, principio 2.

⁽¹²⁾ *Compliance and the compliance function in banks*, p. 9, principios 5 a 8.

2. Directiva MiFID y su transposición en España a través de la Ley 47/2007 y del Real Decreto 217/2008

A) Ley del Mercado de Valores

En el marco de las empresas de servicios de inversión, se prevé, como condición para el ejercicio de su actividad, una serie de requisitos de organización interna⁽¹³⁾, entre los que se encuentra la existencia de una “unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo” (artículo 43 de la Ley 47/2007, que modifica el artículo 70.ter de la LMV). La función de dicha unidad se concibe como gestión del riesgo derivado del incumplimiento de la normativa. Asimismo, se definen las características básicas de la unidad, el contenido de la función y las responsabilidades de la unidad en relación con el riesgo de incumplimiento.

Este artículo es de aplicación a las empresas de servicios de inversión (*vid.* artículos 62 y siguientes) así como a las entidades de crédito que presten servicios de inversión, en relación con lo dispuesto en el artículo 65 de la LMV.

B) Real Decreto 217/2008

El Real Decreto 217/2008 complementa la LMV, integrando la transposición de la Directiva 2004/39 CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, así como de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva (MiFID).

Así, en el artículo 27 y siguientes del Real Decreto 217/2008 se desarrollan los preceptos relativos a los requisitos organizativos y en concreto a la función de cumplimiento normativo.

De nuevo, la concepción de dicha función se desarrolla como gestión del riesgo de incumplimiento (artículo 28.1), cuya responsabilidad se enmarca en el ámbito de la alta dirección (artículo 31). Se definen claramente las características de la unidad de cumplimiento, como unidad independiente, objetiva, dotada de autoridad y recursos así como de experiencia. También se establece la obligación de nombrar un responsable de cumplimiento (artículo 28.2).

Los artículos relativos a la función de cumplimiento (en concreto artículos 27, apartados 1 y 2 y 28, y el artículo 31) son de aplicación a las empresas de servicios de inversión, así como a las entidades de crédito que presten servicios de inversión de conformidad con lo dispuesto en el artículo 65.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (artículo 1).

⁽¹³⁾ Los principios inspiradores de la Directiva MiFID incluyen la voluntad de adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades que prestan servicios de inversión. *Vid.* Exposición de Motivos II de la LMV y Exposición de Motivos II del Real Decreto 217/2008.

3. Basilea II/Directiva de Requerimiento de Capital y su transposición en España a través del Real Decreto 216/2008 y de la Circular 8/2008

A) Real Decreto 216/2008

En el ámbito de las entidades de crédito, el capítulo IX del Real Decreto 216/2008 incluye, en primer lugar, una serie de requisitos organizativos exigidos a las entidades con el fin de garantizar el cumplimiento de las obligaciones normativas establecidas en el Real Decreto. Entre estos requisitos se encuentran la existencia de una estructura organizativa adecuada, el establecimiento de funciones de auditoría interna y de *cumplimiento normativo* o la obligación de realizar un proceso de autoevaluación del capital interno⁽¹⁴⁾. Así, el artículo 66 prevé que las entidades de crédito deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para asegurar el cumplimiento de las normas contenidas en este Real Decreto y a tal efecto deberán: “c) Contar con una unidad que desempeñe la función de cumplimiento normativo. Esta función deberá tener carácter integral, comprendiendo, entre otras las obligaciones que al respecto resulten de la prestación de servicios de inversión, así como las establecidas por la normativa de prevención del blanqueo de capitales”.

En este mismo artículo 66.1 *in fine* se prevé “el carácter independiente de la función de cumplimiento, con respecto de las áreas, unidades o funciones sobre las que gire su verificación”.

Asimismo en el apartado 6, se prevé que las entidades de crédito que presten servicios de inversión deberán respetar los requisitos de organización interna recogidos en el apartado 2 del artículo 70.ter de la LMV con determinadas especificaciones.

El segundo párrafo del apartado 3 hace referencia a las “labores verificativas” de las funciones de auditoría y cumplimiento. De este modo se contempla la actividad de control dentro de las funciones de la unidad de cumplimiento.

Además, el hecho de que el Consejo de Administración u órgano equivalente de la entidad de crédito deberá ser informado periódicamente de los resultados de las labores verificativas llevadas a cabo por la unidad de cumplimiento refleja la vinculación directa entre la alta dirección y dicha unidad.

B) Circular 3/2008 del Banco de España

En el capítulo X de la Circular 3/2008 del Banco de España, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, se exige a las entidades que dispongan, en condiciones proporcionadas al carácter, escala y complejidad de sus actividades, de sólidos procedimientos de gobierno interno. En este marco, se establece en la Norma centésima quinta, que las entidades de crédito y los grupos y subgrupos consolidables de entidades de crédito sujetos a supervisión del Banco de España deberán disponer de

⁽¹⁴⁾ Exposición de Motivos del Real Decreto 216/2008 (II).

sistemas adecuados de control interno en todas sus áreas de actividad y a tal efecto “contarán con un órgano o departamento que desempeñe la función de cumplimiento normativo”.

En la misma norma se determina el carácter integral e independiente de la unidad, así como la obligación de establecer por escrito y aplicar procedimientos adecuados para desarrollar la función de cumplimiento [Norma centésima quinta, apartado 2.b)].

III. EL INCUMPLIMIENTO NORMATIVO COMO RIESGO: EL PUNTO DE PARTIDA

La falta de cumplimiento de la normativa aplicable a una organización se concibe actualmente como un riesgo a gestionar por la organización⁽¹⁵⁾.

El “*riesgo de incumplimiento*” se define como el “riesgo de sanciones legales, normativas, pérdida financiera material o de reputación que una organización puede sufrir como resultado de incumplir las leyes, regulaciones, normas, estándares de autorregulación y códigos de conducta aplicables a sus actividades”⁽¹⁶⁾.

El riesgo de incumplimiento fue definido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y se recoge también en la Directiva MiFID (artículo 6 de la Directiva 2006/73 y su transposición a través del artículo 70.ter de la LMV y el artículo 28 del Real Decreto 217/2008), si bien este reconocimiento normativo ha sido en parte un reflejo de la concepción y práctica de las entidades que desde hace varios años han realizado esfuerzos de cumplimiento de la normativa que les es de aplicación.

Esta concepción del incumplimiento normativo como riesgo supone la consideración de la función de cumplimiento como herramienta de prevención y el encuadre de sus funciones en el marco de la gestión integral del riesgo⁽¹⁷⁾.

IV. LA GESTIÓN DEL RIESGO DE INCUMPLIMIENTO

Al igual que otros tipos de riesgos presentes en la actividad financiera, el riesgo de incumplimiento debe ser identificado, analizado y mitigado por las organizaciones

(15) Vid. art. 70.ter de la LMV; art. 28 del Real Decreto 217/2008 y Real Decreto 216/2008.

(16) *Compliance and the compliance function in banks*, p. 7, núm. 3.

(17) La mejor comprensión del riesgo de incumplimiento como una de las tareas englobadas en la gestión integral del riesgo hace conveniente la lectura de los siguientes documentos del COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA: *Framework for Internal Control Systems in Banking Organisations* (september 1998); *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations* (september 1999); *Internal Audit in Banks and the Supervisor's Relationship with Auditors* (august 2001); *Customer Due Diligence for Banks* (october 2001); *Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk* (february 2003); *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards —A Revised Framework—* (june 2004); and *Consolidated KYC Risk Management* (october 2004).

a través del establecimiento de las estructuras adecuadas, siendo la función de cumplimiento el elemento clave a este respecto.

El Real Decreto 217/2008 establece en su artículo 28.1 la obligación para las empresas que presten servicios de inversión de establecer, aplicar y mantener medidas y procedimientos adecuados para detectar cualquier riesgo de incumplimiento por parte de la empresa de las obligaciones impuestas por las normas que resulten de aplicación, así como los riesgos asociados y para minimizar dichos riesgos (...)."

1. Identificación de la normativa aplicable

A) Carácter legal o voluntario de la normativa

El primer elemento de análisis para la adecuada identificación del riesgo de incumplimiento es la identificación de normativa aplicable y cuyo cumplimiento se debe garantizar. Dicha normativa puede ser de carácter legal o voluntario. En ocasiones se tratará de normativa de obligado cumplimiento o de estándares acordados por organizaciones representativas del sector o fijados por los supervisores⁽¹⁸⁾.

Por otra parte, la identificación de concretos riesgos (como el riesgo de pérdida de reputación) puede dar lugar a la creación de normas internas destinadas a la mitigación de los mismos. La unidad de cumplimiento podrá proponer la adopción de políticas que contribuyan a la reducción del riesgo concreto sufrido por la organización⁽¹⁹⁾. Éste es el caso de los códigos de conducta, políticas de conflictos de interés o políticas de aceptación de regalos y entretenimientos⁽²⁰⁾.

B) Ámbito material de la normativa

El ámbito material de la normativa a considerar para la evaluación y gestión del riesgo de incumplimiento estará siempre relacionado con la actividad principal de la organización⁽²¹⁾. Así, la normativa de prevención de riesgos laborales o la relativa a la

⁽¹⁸⁾ Vid. *Compliance and the compliance function*, p. 7, núm. 5.

⁽¹⁹⁾ Los riesgos y, como consecuencia, las políticas internas de cada entidad dependerán de la dimensión de ésta pero también del desarrollo geográfico de la actividad. Se deberá realizar un esfuerzo de análisis comparativo de la legislación aplicable en las jurisdicciones en las que la entidad tenga representación activa, así como la distinta cultura de comportamiento en los respectivos países.

⁽²⁰⁾ En algunos países los estándares de comportamiento como los códigos de conducta no se consideran normativa aplicable a efectos de cumplimiento normativo. Vid. COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Implementation of the compliance principles*, p. 5, núm. 26 (citado: *Implementation of the compliance principles*).

⁽²¹⁾ Éste es el caso en la mayoría de los países de nuestro entorno. Vid. *Implementation of the compliance principles*, p. 5, núm. 28.

gestión de personal no será de atención en el análisis de riesgo que ocupa a la Unidad de Cumplimiento Normativo⁽²²⁾.

El artículo 28.1 del Real Decreto 217/2008 hace referencia al “riesgo de incumplimiento (...) de las obligaciones impuestas por las normas *que resulten de aplicación*”.

En la normativa de requerimiento de capital⁽²³⁾, se establece en términos generales que la función de cumplimiento deberá comprender “todas aquellas obligaciones pertinentes a la función, en particular las que resulten de la prestación de servicios de inversión y las establecidas por la normativa de prevención de blanqueo de capitales”. De este modo, se reitera la voluntad de aplicación de la normativa aplicable a los servicios de inversión a las entidades de crédito en su caso⁽²⁴⁾, y se hace particular hincapié, con carácter general, en la normativa de prevención de blanqueo, típicamente objeto de atención de las unidades de cumplimiento⁽²⁵⁾.

Será labor de la unidad de cumplimiento definir exactamente las normas que se consideran de aplicación. A este efecto es necesario y habitual en las entidades el desarrollo de un documento de principios de cumplimiento normativo (*Compliance Charter*), donde se define el ámbito de acción de la unidad así como la demarcación de sus responsabilidades en relación con otros departamentos limítrofes como auditoría interna o control de riesgos.

En términos generales se consideran dentro del ámbito material de la función de cumplimiento las siguientes materias⁽²⁶⁾:

Prevención del blanqueo de capitales y prevención del terrorismo
Abuso de mercado/Insider trading
Protección de datos

(22) Si bien es posible la consideración de otra legislación general y no vinculada con las actividades financieras en el ámbito material de la función de cumplimiento (*Vid. Implementation of the compliance principles*, p. 5, núms. 28 y 29) no parece un modelo adecuado ni generalmente aplicado por las entidades.

(23) Artículo 66.1.c) del Real Decreto 216/2008 así como en la Norma centésima quinta de la Circular 8/2008 de aplicación a las entidades de crédito y los grupos y subgrupos consolidables de entidades de crédito sujetos a supervisión de Banco de España.

(24) Ver también art. 66.5 del Real Decreto 216/2008.

(25) El cumplimiento de la normativa de prevención del blanqueo de capitales y legislación relacionada con la lucha contra el terrorismo ha sido el campo tradicional de mayor ocupación de los responsables de cumplimiento normativo. En primer lugar, se trata de un ámbito material objeto generalmente, en todas las jurisdicciones, de una extensa normativa y la imposición de importantes sanciones al incumplimiento, así como un elevado riesgo reputacional. Así, se da el caso generalizado de aplicación voluntaria por parte de las entidades de la normativa OFAC fuera de su ámbito de aplicación (aplicación extraterritorial de la normativa estadounidense relacionada con la lucha contra el terrorismo).

(26) A este respecto, *vid. Implementation of the compliance principles*, p. 6, núms. 31, 32, 33.

Buen gobierno corporativo
Normativa de conducta:
— Código de conducta
— Conflictos de Interés/ Incompatibilidades
— Políticas de regalos
Business Conduct/ Confidencialidad

2. Análisis constante del riesgo

Una vez definido el ámbito de aplicación, se deberá realizar una labor de análisis constante de la propia situación en relación con el riesgo regulatorio (mapa de riesgos) y adaptar las respuestas a la propia evolución de la organización.

El esfuerzo de cumplimiento requiere una actividad constante de adaptación en función de la evolución del perfil de riesgo y las características internas de la organización. La unidad de cumplimiento deberá desarrollar una metodología al respecto.

Así el artículo 28 del Real Decreto 217/2008 hace referencia a la necesidad de establecer, aplicar y “mantener” medidas y procedimientos adecuados para la detección de riesgos de incumplimiento.

3. Mitigación del riesgo: carácter preventivo de la regulación

La función de la unidad de cumplimiento normativo no debe limitarse a la identificación de la normativa aplicable y el riesgo vinculado a ésta, sino que debe identificar medidas de gestión/mitigación (carácter preventivo) de dicho riesgo a través, entre otros elementos, del establecimiento de políticas y procedimientos⁽²⁷⁾. El artículo 28.1 del Real Decreto 217/2008 establece la obligación para las entidades de servicios de inversión de establecer, aplicar y mantener medidas y procedimientos adecuados para “minimizar” los riesgos de incumplimiento detectados.

Por otra parte, el riesgo de incumplimiento no sólo se refiere a la actividad de la entidad sino también al desarrollo de las estructuras organizativas necesarias para la

(27) En la Directiva MiFID, como regulación aplicable en el sector privado, se establece la necesidad de gestionar y prevenir el riesgo de incumplimiento, estableciendo la obligatoriedad de que las entidades apliquen y mantengan políticas y procedimientos para su control y minimización, al igual que los otros riesgos relativos a su actividad, procesos y sistemas. Se trata de prevenir o mitigar el efecto de posibles incumplimientos. Vid. GÓMEZ YUBERO, *MiFID: Nuevo enfoque normativo y de supervisión orientado al riesgo* (<http://www.asociacioncci.es/docs/XVI%20Jornadas%20Bancarias%20-%20Ponencias%20y%20relacion%20de%20asistentes/Documentaci%C3%B3n%20CNMV/articulo%20MiFID.pdf>).

consecución de los objetivos de la regulación. Esto es así particularmente para las empresas de inversión desde la entrada en vigor de la Directiva MiFID, cuya exigencia de buen gobierno es objeto de extensa regulación. Así, no sólo se incurrirá en responsabilidad en caso de que la operativa de la entidad sea contraria a la norma o su espíritu, sino también cuando el incumplimiento se refiera a la propia estructura de control⁽²⁸⁾.

4. Adaptación de la función de cumplimiento a las características de la entidad

Cada organización, en función de la normativa aplicable, así como sus objetivos, características, tamaño y naturaleza, estará sometida a distintos tipos y niveles de riesgo de incumplimiento y por tanto requerirá distintas estructuras de gestión de éste.

Este principio de adaptación de las medidas de gestión a las necesidades de la entidad se introdujo en el informe de Cumplimiento del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y se ha recogido también y de forma más concreta en el último párrafo del art. 28.1 del Real Decreto 217/2008.

En esta línea aunque, de forma más genérica, el art. 70.ter de la LMV establece que las empresas de servicios de inversión deberán contar con “una estructura adecuada y proporcionada conforme al carácter, escala y complejidad de sus actividades con el fin de garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone. Esto incluye también una unidad de cumplimiento adecuada a las características de la empresa.

V. LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO

En términos generales, la *función de cumplimiento normativo* permite a las organizaciones detectar y gestionar el riesgo de incumplimiento (así como otros riesgos asociados) de las obligaciones establecidas en las normas internas y externas a través, entre otros, de medidas, estrategias, políticas y procedimientos adecuados⁽²⁹⁾ [artículo 70.ter de la LMV, artículo 28.1 del Real Decreto 217/2008, artículo 66.3 del Real

(28) En este sentido, la Directiva MiFID se une a la nueva tendencia regulatoria de carácter preventivo, provocada por una serie de escándalos en el sector financiero. Otros ejemplos de regulación de corte preventivo se dan en el ámbito de solvencia, con la regulación de Basilea II/Directiva de Requerimiento de Capital.

(29) Considerando (3) 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: “(3) Resulta necesario especificar requisitos y procedimientos de organización concretos para las empresas de inversión que realizan esos servicios o actividades. En particular, deben establecerse procedimientos rigurosos en relación con aspectos tales como la verificación del cumplimiento, la gestión del riesgo, el tratamiento de las reclamaciones, las operaciones personales, la externalización y la detección, gestión y revelación de los conflictos de intereses”.

Decreto 216/2008 y la Norma Centésima quinta apartado 2.b) de la Circular 8/2008 ⁽³⁰⁾].

El apropiado establecimiento de la función de cumplimiento supone la ejecución de las acciones y el establecimiento de estructuras necesarias para identificar, valorar, asesorar, controlar y evidenciar el cumplimiento de requerimientos regulatorios y la adecuación de sus procedimientos de supervisión. Se trata, por tanto, de una actividad preventiva y no reactiva.

En términos prácticos, se debe diferenciar la “función” de cumplimiento del “órgano” o la “unidad” de cumplimiento ⁽³¹⁾.

La “función” o responsabilidad del cumplimiento por parte de la organización de la normativa aplicable se sitúa en su alta dirección. Ésta debe velar por el cumplimiento general y en especial es responsable de la evaluación de la eficacia de las políticas, medidas y procedimientos, así como de la toma de las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento.

El artículo 31.1 del Real Decreto 217/2008 determina que la alta dirección ha de garantizar que la empresa cumple las obligaciones que le impone la LMV y sus disposiciones de desarrollo. En particular deberá evaluar y revisar, con la periodicidad que se estime en función del tamaño de la entidad, la complejidad en la gestión de sus riesgos y la naturaleza de los servicios de inversión prestados y, al menos, anualmente, la eficacia de las políticas, medidas y procedimientos establecidos para cumplir con las obligaciones que impone a la entidad la ley y adoptar medidas para hacer frente a las posibles deficiencias.

También el artículo 66.2 del Real Decreto 216/2008 establece que “el Consejo de Administración u órgano equivalente de la entidad aprobará y revisará periódicamente las estrategias y políticas de asunción, gestión, control y reducción de los riesgos a los que la entidad de crédito esté o pueda estar expuesta (...)”.

VI. LA UNIDAD DE CUMPLIMIENTO

La alta dirección contará con un órgano de verificación del cumplimiento ⁽³²⁾ (“unidad” de cumplimiento) para garantizar el adecuado desarrollo de la función. Dicha unidad debe ser eficaz independiente y objetiva ⁽³³⁾.

⁽³⁰⁾ Vid. artículo 6 de la Directiva 2006/73, en relación con el artículo 13.2 de la Directiva 2004/39/CE.

⁽³¹⁾ Esta distinción se establece claramente en el ámbito de las empresas de inversión, en la Directiva MiFID.

⁽³²⁾ Artículo 6.2 de la Directiva 2006/73/artículo 70.ter de la LMV.

⁽³³⁾ Artículo 6.2 de la Directiva 2006/73/artículo 70.ter de la LMV.

1. Responsabilidades de la unidad de cumplimiento

En concreto, las responsabilidades de la unidad de cumplimiento se definen como ⁽³⁴⁾:

- a) identificar las normas aplicables en el marco de la organización;
- b) controlar, y evaluar regularmente, la adecuación y eficacia de las medidas y procedimientos establecidos para la detección de riesgos, así como de las medidas adoptadas para hacer frente a las posibles deficiencias de la organización en el cumplimiento de sus obligaciones ⁽³⁵⁾, y
- c) asesorar y asistir a las personas competentes con el fin de garantizar adecuados niveles de comprensión de cada departamento de la organización sobre el cumplimiento de las obligaciones ⁽³⁶⁾.

De acuerdo con el artículo 31.2 del Real Decreto 217/2008, la alta dirección debe recibir, con cierta periodicidad y anualmente, informes escritos sobre el cumplimiento normativo. En estos informes se deberá señalar en particular si se han adoptado medidas adecuadas para subsanar las deficiencias aparecidas en su caso. También la Norma centésima quinta apartado 2.a) *in fine* de la Circular 8/2008 establece que el Consejo de Administración u órgano equivalente será informado periódicamente de las funciones verificativas y de control llevadas a cabo por parte de la unidad, entre otras, de cumplimiento normativo.

2. Características de la unidad de cumplimiento normativo

Con objeto de que el órgano de verificación del cumplimiento funcione de forma adecuada e independiente, se deberán cumplir las siguientes condiciones ⁽³⁷⁾:

- a) el órgano de verificación del cumplimiento deberá tener la autoridad, los recursos y la experiencia necesarios, y acceso a toda la información pertinente ⁽³⁸⁾;
- b) deberá designarse a un funcionario encargado del cumplimiento (Oficial de Cumplimiento/*Compliance Officer*), que será responsable del órgano de verificación del cumplimiento y de cualquier información en lo relativo a éste;

⁽³⁴⁾ Vid. artículo 70 ter.1.b) *in fine*.

⁽³⁵⁾ Vid. artículo 70 ter.1.b) *in fine*.

⁽³⁶⁾ Vid. artículo 70 ter.1.c).

⁽³⁷⁾ Vid., en el marco de aplicación de MiFID, artículo 6.2 de la Directiva 2006/73/artículo 28 del Real Decreto 217/2008.

⁽³⁸⁾ En la Circular 4/2007, de 20 de julio, del Banco de España se definen los principios básicos del sistema de control interno, en línea con los fijados para la función de cumplimiento en MiFID y, en general, aplicados en la práctica desde hace tiempo en el sector privado.

c) las personas competentes encargadas de la verificación del cumplimiento no deberán participar en la realización de los servicios o actividades que controlan;

d) el método de determinación de la remuneración de las personas encargadas de la verificación del cumplimiento no deberá comprometer su objetividad, ni real ni potencialmente.

A) Independencia y objetividad

La naturaleza independiente y objetiva de la función de cumplimiento se establece en el artículo 70.ter de la LMV, en el 28 del Real Decreto 217/2008 así como en el artículo 66.1.c) y apartado 2.b) de la Norma centésima quinta de la Circular 8/2008⁽³⁹⁾.

La independencia de una función de control queda condicionada por su ubicación jerárquica, disponibilidad de medios, sistemas retributivos y proximidad o lejanía respecto a las funciones y objetivos de áreas, departamentos e incluso comités de la organización.

Las personas que asuman funciones de verificación del cumplimiento no deben participar en el desempeño de las funciones que supervisan⁽⁴⁰⁾ ⁽⁴¹⁾. De este modo, los oficiales de cumplimiento y, en general, el personal adscrito a la unidad de cumplimiento, deben mantener una línea jerárquica desvinculada de las actividades en cuestión. Así se garantiza la independencia de la unidad de cumplimiento, que deberá asesorar a la alta dirección en la toma de decisiones o establecimiento de estructuras y herramientas para la adecuada gestión del riesgo de incumplimiento.

La exigencia del carácter objetivo de la unidad requiere la contratación de personal cualificado para una función que se define como compleja. De este modo el personal de cumplimiento debe ser íntegro, conocer y comprender tanto las principales regulaciones como la actividad realizada, contar con experiencia profesional y en la industria y las cualidades personales para cumplir con sus funciones de forma efectiva. El oficial de cumplimiento debe conocer las normas aplicables, tener capacidad para hacer recomendaciones técnicas y comprender aspectos operativos de la organización.

B) Dotación de autoridad, recursos, experiencia y acceso a la información

La unidad de cumplimiento debe ser dotada de “Autoridad”, “Recursos”, “Experiencia” y “Acceso a la información”, tal y como se describe en el artículo 28.2.a) del

⁽³⁹⁾ Vid. *Compliance and the compliance function in banks*, p. 10, principio 5.

⁽⁴⁰⁾ Vid. artículo 66.1 *in fine* y la Norma centésima quinta 2.b) *in fine* de la Circular 8/2008, que establecen el principio de independencia de la función de cumplimiento con respecto de las áreas, unidades o funciones sobre las que gire su verificación.

⁽⁴¹⁾ Vid. el análisis comparativo de la regulación relativa a la independencia de la función de cumplimiento en distintos países en: *Implementation of the compliance principles*, p. 7, núms. 36 y siguientes.

Real Decreto 217/2008⁽⁴²⁾. Se trata de conceptos genéricos y su definición dependerá de la dimensión y características de la entidad⁽⁴³⁾.

a) Autoridad

El concepto de autoridad no resulta evidente, puesto que la responsabilidad última de la función recae en la alta dirección. Sin embargo, resulta incuestionable que el oficial de cumplimiento debe participar en las reuniones del órgano de mayor nivel correspondiente según las características de la organización. Asimismo, se puede dotar a la unidad de cumplimiento de capacidades de sanción por el incumplimiento por parte de los empleados.

b) Recursos

Los recursos con los que dotar a la unidad de cumplimiento deberán ser adaptados a la dimensión y necesidades de la entidad⁽⁴⁴⁾. Dichos recursos serán en parte humanos, permitiendo la creación de un departamento capaz de hacer frente a sus responsabilidades, y en parte de sistemas y herramientas tales como sistemas informáticos o sistemas de control (monitoring).

c) Experiencia

Las personas que componen la unidad de cumplimiento deben contar con la experiencia suficiente y pertinente para cumplir una función compleja y multifactorial.

El oficial responsable de cumplimiento tiene funciones de muy diversa naturaleza, que requieren un grado de experiencia y formación determinado. Por una parte, el oficial debe aportar la comprensión de las normas y su sentido, la capacidad de comprensión de las dificultades de adopción de una norma por la estructura, así como la operativa de la organización. Debe tener la suficiente experiencia y nivel para estar en relación directa de asesoramiento con la alta dirección. Sin embargo, también debe estar en relación constante con la operativa diaria de la organización, comprendiendo los sistemas y las motivaciones de empleados de rango básico. Asimismo debe tener elevadas capacidades de organización, gestión de procesos, estructuración de formación y comunicación. Por último, es también en la unidad de cumplimiento donde se elaboran las normas de conducta interna y las políticas y procedimientos de cumplimiento.

Por último, el personal de la unidad debe también aportar una personalidad capaz de hacer frente a las adversidades, ofrecer oposición y persuadir a altos directivos o a

⁽⁴²⁾ En el marco de las empresas de servicios de inversión, estos conceptos se recogen en la Directiva MiFID.

⁽⁴³⁾ Vid. el análisis comparativo de la regulación relativa a la independencia de la función de cumplimiento en distintos países en: *Implementation of the compliance principles*, p. 8, núms. 41-43.

⁽⁴⁴⁾ Vid. *Compliance and the compliance function in banks*, p. 13, principio 6, núm. 33.

empleados del negocio de la entidad siempre que sea necesario. Todo ello requiere una gran capacidad de adaptación a distintos estilos de comunicación.

En definitiva, el oficial de cumplimiento debe aportar altas cualidades profesionales tanto analíticas como de gestión, así como una gran capacidad de comunicación.

d) Acceso a la información

La organización debe garantizar totales niveles de transparencia frente al personal de cumplimiento⁽⁴⁵⁾. *Ex ante*, el oficial de cumplimiento debe tener acceso a los procesos internos, así como a toda la información necesaria para poder asesorar en cada caso con respecto a los riesgos de incumplimiento. Por otra parte, también se debe garantizar el acceso a las actividades necesarias para realizar un monitoreo del cumplimiento real de la normativa aplicable.

VII. EL RETO QUE SUPONE LA ADAPTACIÓN A MIFID PARA LA UNIDAD DE CUMPLIMIENTO⁽⁴⁶⁾

1. El reto de la adaptación

La adaptación por parte del mercado a la nueva regulación MiFID supone un reto significativo para la industria financiera europea⁽⁴⁷⁾. La operativa financiera debe ser adaptada a los nuevos y exigentes estándares y la creciente competitividad, como consecuencia de las nuevas estructuras, supone una evidente motivación para las compañías afectadas. La unidad de cumplimiento juega un evidente papel en el logro de dicha adaptación y el mantenimiento de las exigencias de cumplimiento por parte del regulador.

La extensa y compleja normativa del mercado de valores debe ser en primer lugar interpretada. En este sentido la unidad de cumplimiento debe no sólo conocer la legislación aplicable sino interpretarla “adecuadamente” en relación con las características de la propia entidad. Asimismo se debe mantener un buen conocimiento de la entidad con el fin de adaptar la aplicación a los posibles cambios y desarrollos que se produzcan en la propia estructura.

2. El reto de cambio de cultura interna

El cumplimiento comienza en los niveles gerenciales. Hacer responsables a los niveles gerenciales tiene un impacto decisivo en la cultura de cumplimiento en la organización.

⁽⁴⁵⁾ *Vid. Compliance and the compliance function in banks*, p. 12, principio 5, núm. 30 y ss.

⁽⁴⁶⁾ *Vid. DE LA MATA MUÑOZ, Almudena, La función de cumplimiento normativo en el nuevo entorno de la MiFID: el incumplimiento de la normativa como nuevo riesgo para las entidades, Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros (2008)*, Fundación de estudios financieros, publicación prevista diciembre 2008 (citado: DE LA MATA MUÑOZ, *La función de cumplimiento*).

⁽⁴⁷⁾ *Vid. FSA, Implementing MiFID for Firms and Markets*, July 2006 y GOMBER, Peter and REININGER, *Die Umsetzung der MiFID in der deutschen Finanzindustrie*, Frankfurt Universitaet, 2006.

El cumplimiento de la normativa adoptada en la LMV supone un cambio en la cultura de cumplimiento normativo de una gran parte de las entidades reguladas por ésta.

Por una parte, el responsable de cumplimiento se ha visto obligado durante los meses previos a la entrada en vigor y transposición de la Directiva MiFID a llamar la atención de la alta dirección sobre su relevancia y dimensión, así como de la clarificación que la normativa introduce sobre la responsabilidad de la función de cumplimiento en la alta dirección.

Asimismo, forma parte de la obligación de la unidad de cumplimiento la elaboración y ejecución de programas tanto de información como de formación para los empleados.

La adaptación de las entidades a la nueva regulación de la Directiva MiFID supondrá con toda certeza un cambio en la cultura interna de dichas entidades. El establecimiento de estándares mínimos comunes en relación con la estructura organizativa de las entidades supondrá un cambio en la mentalidad de los empleados. La Directiva MiFID exige la introducción de políticas y procedimientos destinados al logro del cumplimiento de la nueva regulación. Así se fomenta el uso de una metodología generalizada para la mitigación del riesgo de incumplimiento. La unidad de cumplimiento debe en primer lugar adaptar la estructura y lenguaje de dichos documentos a las características de la entidad. También se debe lograr la implantación y aplicación de dichas normas internas.

3. El reto de las tecnologías-aplicaciones informáticas

Parte del cumplimiento de la nueva normativa contenida en MiFID supone la aplicación de nuevas tecnologías. Si bien la unidad de cumplimiento no necesita aportar conocimientos tecnológicos, sí debe poder exigir la adaptación de las herramientas y sistemas al personal correspondiente. También debe comprender su utilización para poder verificar el cumplimiento normativo relacionado con dichas herramientas tecnológicas.

VIII. CUMPLIMIENTO NORMATIVO COMO GENERADOR DE VALOR: LA IMPOSICIÓN DE SANCIONES POR INFRACCIONES

1. Protección frente al riesgo de sanción y al riesgo de pérdida de reputación

En el nuevo marco regulatorio, la función de cumplimiento normativo se ha convertido en un evidente generador de valor, al igual que otros elementos de la gestión de riesgos. La adecuada gestión del riesgo de incumplimiento permite a la entidad y su dirección evitar las consecuencias negativas del incumplimiento: sanciones tales como multas, pérdidas de licencias y autorizaciones, o pérdidas de naturaleza reputacional.

Las sanciones a que nos referimos se establecen en la legislación de aplicación a la entidad de crédito o empresas de servicios de inversión dentro del marco de control de la unidad de cumplimiento normativo (por ejemplo, regulación relacionada con la prevención del blanqueo de capitales, abuso de mercado, sanciones financieras, protección de datos, etc.). A continuación se hace especial referencia a las infracciones por incumplimiento de las normas previstas en la Directiva MiFID y las sanciones establecidas en relación con éstas.

2. Infracciones y Sanciones en el marco normativo de la Directiva MiFID⁽⁴⁸⁾

En concreto, en el marco de la regulación establecida en la Directiva MiFID, se establece un largo elenco de sanciones previstas para las infracciones que se produzcan por las entidades o empresas de servicios de inversión. A este respecto la falta de cumplimiento de los preceptos relativos al establecimiento y desarrollo de la función de cumplimiento también supondrá una infracción sancionable según el nivel de gravedad.

La Ley 24/1988 del Mercado de Valores (LMV) clasifica las posibles infracciones en muy graves, graves y leves (Título VIII, Capítulo II). Los riesgos de sanción por incumplimiento dependerán de dicha categorización y se recogen expresamente en el Título VIII. Como veremos a continuación a modo de ejemplo, las sanciones pueden tener consecuencias serias de tipo patrimonial para las entidades así como para sus responsables. Toda sanción administrativa o patrimonial impuesta a una entidad regulada por MiFID va unida a una pérdida de reputación, que irá también acompañada de un daño patrimonial generado por la pérdida de confianza del mercado y los inversores.

De acuerdo con la LMV, por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones⁽⁴⁹⁾:

- 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.

⁽⁴⁸⁾ Vid. DE LA MATA MUÑOZ, *La función de cumplimiento*.

⁽⁴⁹⁾ Vid. artículo 102.

- 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, Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública o de otras entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. 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 de la LMV por plazo no superior a diez años.

Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones muy graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una o más de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección sean responsables de la infracción⁽⁵⁰⁾:

- a) Multa por importe de hasta 300.500 euros.
- b) Suspensión en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en la entidad por plazo no superior a tres años.
- c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.
- d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad de las previstas en el apartado 1 del artículo 84 de la LMV o en una entidad de crédito por plazo no superior a diez años.

Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones⁽⁵¹⁾:

- 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

⁽⁵⁰⁾ Artículo 105.

⁽⁵¹⁾ Artículo 103.

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.

Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una o más de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección, sean responsables de la infracción:

- a) Multa por importe de hasta 150.250 euros.
- b) Suspensión en el ejercicio de todo cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en la entidad por plazo no superior a un año.

Por la comisión de infracciones *leves* se impondrá al infractor la sanción de multa por importe de hasta 30.000 euros⁽⁵²⁾.

Cuando las infracciones tipificadas en los artículos 99, 100 y 101 de la LMV se refieran a obligaciones de los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión, se sancionará a la entidad obligada y, si procede, a sus administradores y directivos⁽⁵³⁾.

Asimismo, cuando tales infracciones se refieran a las obligaciones de los conglomerados financieros, las medidas sancionadoras previstas en esta Ley se aplicarán a la entidad obligada cuando ésta sea una empresa de servicios de inversión o una sociedad financiera mixta de cartera, siempre que en este último caso corresponda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desempeñar la función de coordinador de la supervisión adicional de dicho conglomerado financiero. Las referidas medidas sancionadoras podrán extenderse, si procede, a los administradores y directivos de la entidad obligada.

En cuanto a la publicidad de las sanciones, en términos generales serán publicadas en el Boletín Oficial del Estado una vez sean firmes en la vía administrativa. Esta publicidad de la sanción supone una pérdida en la reputación de la entidad.

⁽⁵²⁾ Artículo 104.

⁽⁵³⁾ Artículo 106 bis.

3. Infracciones en relación con la unidad de cumplimiento normativo ⁽⁵⁴⁾

Dado que el establecimiento de la unidad de cumplimiento es una obligación establecida en MiFID y en su transposición en España a través de la LMV, la falta de cumplimiento en relación con la creación, los cometidos y las características de dicha unidad se considera una infracción y está sometida al régimen sancionador correspondiente.

Así, en España, de acuerdo con la LMV, el incumplimiento de los preceptos relativos a la unidad y función de cumplimiento normativo pueden clasificarse como muy graves, graves o leves.

En concreto, con respecto a la función de cumplimiento, constituyen infracciones muy graves ⁽⁵⁵⁾ de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 95 de la LMV “1. La falta de procedimientos, políticas o medidas a los que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 70 ter de esta Ley o el incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, de la obligación de llevanza de los registros establecidos en la letra e) del apartado 1 del artículo 70 ter o su llevanza con vicios esenciales, así como, el incumplimiento de la obligación de separación efectiva recogido en la letra f) del apartado 1 del artículo 70 ter y en la letra c) del apartado 2 del artículo 70 ter en la forma que se determine reglamentariamente”.

Constituyen infracciones graves ⁽⁵⁶⁾ ⁽⁵⁷⁾, “la inobservancia por quienes presten servicios de inversión de las obligaciones, reglas y limitaciones previstas en los apartados 2 y 3 del artículo 70 ter, o en los artículos 70 quáter (...), cuando no constituyan infracciones muy graves”. De este modo, se incluyen las infracciones relativas a la política de conflictos de interés, directamente vinculada con la unidad de cumplimiento normativo.

En definitiva, la inclusión de la normativa de cumplimiento normativo en el régimen de infracciones y sancionador de la ley supone un nuevo reconocimiento de la importancia de la creación de la unidad de cumplimiento normativo y la necesidad de que se doten los medios y estructuras adecuadas para el desarrollo de sus funciones.

IX. LEGISLACIÓN

- Directiva 2004/39 CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID); así como de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las con-

⁽⁵⁴⁾ Vid. DE LA MATA MUÑOZ, *La función de cumplimiento*.

⁽⁵⁵⁾ Artículo 99 de la LMV.

⁽⁵⁶⁾ Artículo 100.t) de la LMV.

⁽⁵⁷⁾ Serán infracciones de las personas físicas y jurídicas a que se refiere el artículo 95 de la LMV.

diciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva (citado: Directiva MiFID).

- 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 y Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (citado: Directiva de Requerimiento de Capital).
- Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (citado: LMV).
- Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero (citado: Real Decreto 217/2008).
- Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (citado: Real Decreto 217/2008).
- Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (citado: Circular 3/2008).
- Circular Interna 1/2007, de 2 de febrero, del Banco de España.
- Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre.

Sobre protección de datos automatizados de carácter personal:

- Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre.
- Real Decreto 994/1999, de 11 de junio.

X. BIBLIOGRAFÍA

- Background note to the draft Commission regulation, http://europa.eu.int/comm/internal_market/http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/index_en.htm.
- BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG, *The emergence of a formal compliance function within European National Central Banks*, 2007 (documento interno).
- BIES, Susan, *Corporate governance and risk management*, Speech at the Annual International Symposium on Derivatives and Risk Management, Fordham University School of Law, Nueva York, 8 de octubre de 2002.
- BIES, Susan, *Strengthening compliance through effective corporate governance*, American Bankers Association, Annual Regulatory Compliance Conference in Washington DC, 11 de junio de 2003.
- BIES, Susan, *Effective corporate governance and the role of counsel*, remarks at the Annual Meeting of the American Bar Association, San Francisco, California, 10 de agosto de 2003.

- BIES, Susan, *Enterprise-wide compliance programs*, Speech at the Bond Market Association's Legal and Compliance Conference, Nueva York, 4 de febrero de 2004.
- BIES, Susan, *A bank supervisor's perspective on enterprise risk management*, Remarks at the Enterprise Risk Management Roundtable, North Carolina State University, Raleigh, 28 de abril de 2006.
- CLIFFORD CHANCE, "Impact of MiFID on research rules", Client Briefing, 2006.
- CASEY & LANNOO, "The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?" *ECMI Policy Brief*, núm. 1, mayo de 2006, 1.
- CASEY & LANNOO, "The MiFID revolution", *ECMI Policy Brief*, núm. 3, noviembre 2006.
- CESR, *Publication and consolidation of MiFID market transparency data*, febrero 2007.
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Implementation of the compliance principles. A survey*, agosto 2008.
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Enhancing corporate governance for banking organizations*, febrero 2006.
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Compliance and the compliance function in banks*", abril 2005.
- FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, *Reflexiones sobre la MiFID*, Banco de España, enero 2007, 3.
- FSA, *Implementing MiFID for Firms and Markets*, julio 2006.
- FSA, *Implementing MiFID*, PSO 7/2, 2007.
- GOMBER, Peter and REININGER, *Die Umsetzung der MiFID in der deutschen finanzindustrie*, Frankfurt Universitaet, 2006.
- GÓMEZ YUBERO, María José, *MiFID: Nuevo enfoque normativo y de supervisión orientado al riesgo* (<http://www.asociacioncci.es/docs/XVI%20Jornadas%20Bancarias%20-%20Ponencias%20y%20relacion%20de%20asistentes/Documentaci%C3%B3n%20CNMV/articulo%20MiFID.pdf>).
- JAHAMAHA, Ranee, "Governance, risk management and compliance", Keynote addressed at the Seminar on *Governance, Risk Management and Compliance and the Roadmap for Financial Services Industry*, Colombo, 7 febrero 2008.
- JPMORGAN, *MiFID Report I & II, A new wholesale banking landscape*, 2006.
- LE CG, *MiFID Implementation. Cost survey of the UK Investment Industry*, octubre 2006 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/international/mifid_cost_survey.pdf).

- LANNOO, “*Financial Market Data and MiFID*”, *ECMI Policy Brief*, núm. 6, marzo 2007.
- MEHTA, Nina, “Reg NMS to drive tighter markets”, *Traders Magazine*, 2006.
- OLSON, Mark, *Enterprise-wide compliance risk management*, Remarks at the Fiduciary and Investment Risk Management Association’s Twentieth Anniversary Training Conference, Washington DC, 10 de abril de 2006.
- “What are examiners looking for when they examine banks for compliance?”, Remarks at the American Bankers Association’s Regulatory Compliance Conference, Orlando, 12 de junio de 2006.
- PERRY, Richard, *Central Bank corporate governance, financial management, and transparency*, Financial Services Group, Reserve Bank of New Zealand: Bulletin vol. 64 núm. 1.
- REDDY, Y V., *Public sector banks and governance challenge-the Indian experience*, Paper presented at the World Bank, International Monetary Fund, and Brookings Institution Conference on Financial Sector Governance: *The Roles of the Public and Private Sectors*, Nueva York, 18 de abril de 2002.
- ROMERO, A. G., *Integrity and good governance-reputation risk in the public sector and financial institutions*, Speech at the opening of the Sixth Biennial Regional Central Banks Legal Seminar, Willemstad, Curaçao, 12-14 mayo 2003.
- SCHILDER, Arnold, *Banks and compliance challenge*, Speech at the Asian Banker Summit, Bangkok, 16 de marzo de 2006.
- VHAYU, *Answering the technology challenges of MiFID*, 2006 (<http://vhayu.com/pdf/MiFID.pdf>).

SOBRE LA NATURALEZA DE LOS INTERESES

FRANCISCO JAVIER JIMÉNEZ MUÑOZ

*Doctor europeo en Derecho
Profesor Colaborador de Derecho Civil
Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED)*

RESUMEN

Ante la clara importancia de los intereses, podemos plantearnos cuál es su naturaleza, tanto jurídica como económica. Con este trabajo pretendemos aportar una cierta luz a esta cuestión.

En el primer aspecto, es mayoritaria —aunque no pacífica— su conceptualización como frutos civiles, incluso los moratorios. Además, los intereses pueden cumplir otras funciones, como la de indemnización por el retraso en el cumplimiento (los moratorios) o compensación de la inflación, y los intereses moratorios pueden revestir también un carácter sancionatorio (destacadamente los procesales).

En el ámbito económico, se han propuesto diversas teorías para explicar el fenómeno de los intereses, desde la teoría de la fructificación hasta las actuales teorías “reales” y monetarias.

Palabras clave: *intereses, naturaleza, frutos civiles, funciones de los intereses, teorías económicas.*

ABSTRACT

Relating to the obvious significance of interests, we can set forth the question on which is their legal and economical nature. In this essay, we intend to give some light to this matter.

In the first feature, it is a majority —but not unanimous— opinion to consider them as civil assets, even those due for delay. Besides, interests can perform another functions, as to act as an indemnity for the delay in fulfilment (late-payment ones) or compensation on inflation, and late-payment interests can also have a punishment character (outstandingly, the procedural ones).

In the economical ambit, they have been proposed several theories for elucidating the interests phenomenon, from the ‘fructification’ theory to the present ‘real’ and monetary theories.

Key words: *interests, nature, civil assets, functions of interests, economical theories.*

SUMARIO

- I. NATURALEZA JURÍDICA DE LOS INTERESES.
- II. NATURALEZA ECONÓMICA DE LOS INTERESES.

- 1. Teoría de la fructificación.
- 2. La posición de Adam SMITH.
- 3. Teorías de la productividad.
- 4. Teoría de la utilización.
- 5. Teoría de la abstinencia.
- 6. Teoría del uso o del goce.
- 7. Teorías del trabajo.
- 8. Teoría del cambio o del lucro.
- 9. La posición de SCHUMPETER.
- 10. Teorías contemporáneas.

- A) Teorías “reales”.
- B) Teorías monetarias.
- C) Doctrina actual.

- III. CONCLUSIONES.
-

Nadie ignora la importancia de los intereses, en especial en situaciones —como la actual— de crisis económica. Sin embargo, no siempre ha sido clara la naturaleza, tanto jurídica como económica, de los intereses, y la razón de por qué habrán de devengarse cuando se produce un desplazamiento de un capital dinerario.

Con este trabajo pretendemos realizar nuestra aportación en el estudio de la esencia de los intereses, tanto en el plano jurídico como en el de la ciencia económica.

I. NATURALEZA JURÍDICA DE LOS INTERESES

Se entiende generalmente que el dinero es un bien productivo, y así los intereses son considerados como un producto del capital, encuadrándose dentro de la categoría

de los frutos civiles ⁽¹⁾. En esa línea, reiterada jurisprudencia ha declarado frutos civiles “*los intereses que legalmente devengue un capital*” ⁽²⁾.

Si bien en la sucinta enumeración legal de los frutos civiles, contenida en el artículo 355.III del Código Civil, no figuran los intereses, debe recordarse que se considera meramente enunciativa y que tradicionalmente se han entendido los intereses como frutos civiles ⁽³⁾, en la medida en que son rentas o rendimientos de sustitución ⁽⁴⁾. Se ha dicho que, dado que el dinero se considera un bien productivo, produce

(1) Cfr. arts. 354 y 355 del CC. Lo mismo podría derivarse del paralelismo entre frutos e intereses que realiza el propio Código en algunos de sus preceptos, como los arts. 1295 o 1303. Aún más clara es la declaración como frutos civiles que realiza el art. 561-35 del Libro Quinto del CC de Cataluña (“*Se aplican, a los rendimientos y a las eventuales plusvalías, las reglas de los frutos civiles*”, y antes el 28 de la derogada Ley catalana de regulación de los derechos de usufructo, uso y habitación, que disponía que “*Los rendimientos en el usufructo de dinero y en el de participaciones en fondos de inversión son frutos civiles y se tienen por percibidos día a día*”), respecto de los rendimientos contenido de un usufructo de dinero.

La concepción de los intereses como frutos civiles aparecía ya en el art. 584 del *Code Napoléon*, que disponía que “*les fruits civils sont les loyers des maisons, les intérêts des sommes exigibles, les arrérages des rentes*”; o en el art. 444.III del *Codice* de 1865 (“*sono frutti civili quelli che si ottengono per occasione dalla cosa, come gli interessi dei capitali, i proventi delle enfiteusi, dei censi, dei vitalizi ed ogni altra rendita*”). También se recoge en el art. 212.2 del CC portugués de 1966: “*Os frutos são naturais ou civis; dizem-se naturais os que provêm directamente da coisa, e civis as rendas ou interesses que a coisa produz em consequência de uma relação jurídica*”. Todas las redondas son nuestras.

(2) Así, cabe citar las SSTs de 19 de noviembre de 1907, 10 y 12 de diciembre de 1908, 29 de octubre de 1944, 9 de febrero de 1988, 11 de mayo de 1994, 19 de junio de 1995, 27 de febrero de 1996... Entendemos que la expresión “legalmente” no ha de ser entendida como restringida a los intereses legales propiamente dichos, sino que haría referencia a todos los intereses *licitamente* producidos.

(3) Así, ya se consideraban frutos (civiles) en el Derecho romano, en *D.*, XXII, I, 34.

(4) Es común en la doctrina entender los frutos civiles como rentas o rendimientos de sustitución. En tal sentido, cfr. entre otros ALONSO PÉREZ, Mariano, “Comentario al artículo 355 del Código Civil”, *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales*, dirs. por Manuel ALBALADEJO, tomo V, vol. 1.º, 2.ª ed., EDERSA, Madrid, 1990, p. 307 (“*los frutos civiles son rendimientos de sustitución, compensan los beneficios que el titular obtendría si no se hubiese despojado de la facultad frutiva*”); CORBAL FERNÁNDEZ, Jesús, “Las deudas pecuniarias: los intereses moratorios”, *Derecho de obligaciones*, dir. por él mismo, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1996, pp. 549-550; DISTASO, Nicola, *Le obbligazioni in generale*, Ed. UTET, Turín, 1970, p. 866 (respecto de la situación en el *Codice* de 1865); LÓPEZ VILAS, Ramón, “Comentario al artículo 355”, *Comentario del Código Civil*, dir. por Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ, Luis Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, Rodrigo BERCOVITZ y Pablo SALVADOR CODERCH, tomo I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, pp. 1000-1001; MARTÍN-RETORTILLO, Cirilo, “Clases de frutos en el Código civil”, *ADC*, tomo IV-I, enero-marzo 1951, pp. 144-145; y MÚRTULA LAFUENTE, Virginia, *La prestación de intereses*, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1999, p. 196. Ya se pronunciaba así VON TUHR, A., *Tratado de las obligaciones*, tomo I, trad. y concord. por W. ROCES, reimpr. de la 1.ª ed., Ed. Reus, Madrid, 1999, p. 47.

De esta forma, a los intereses les son aplicables perfectamente las definiciones de frutos civiles que suele manejar la doctrina, como la de “*rendimientos que se obtienen de la cosa mediante una relación jurídica legal o convencional establecida sobre la misma, por virtud de la que un sujeto distinto del propietario participa en el goce de la misma, satisfaciendo en equivalencia una cantidad representativa*”.

unos frutos civiles, que son los intereses⁽⁵⁾. En esa orientación, el artículo 475 del Código Civil, al contemplar el usufructo sobre los intereses de obligaciones o títulos al portador, señala que se considerará cada vencimiento como productos o frutos de aquel derecho, y se repartirán como *frutos civiles*. De esta forma, y salvo que se hayan

de la utilidad o ventaja económica que obtiene con el aprovechamiento o uso de la cosa” (MARTÍN-RETORTILLO, Cirilo, “Clases de frutos en el Código civil”, *ADC*, tomo IV-I, enero-marzo 1951, p. 144). En cambio, la definición de los frutos civiles que da Ángel CARRASCO PERERA (“Restitución de provechos”, *ADC*, tomo XL-IV, 1987, pp. 1078-1079), como “*cierta cantidad de dinero de prestación periódica que se recibe como contraprestación por la cesión del goce directo de un bien*”, no es totalmente correcta, ya que no serían características esenciales la pecuniariedad y la periodicidad en la prestación (vencimientos), no sólo respecto de los intereses, sino incluso de, por ejemplo, las rentas, reconocidas unánimemente en la doctrina como frutos civiles: cabe el pago de rentas en especie (así, *vid.* el art. 31.2 de la LAR-1980, aun cuando cualquiera de las partes podía exigir su conversión en dinero; en cambio, el nuevo art. 13.1 de la LAR establece que la renta se fijará en dinero, con conversión —ahora obligatoria— a dinero en caso contrario) y en principio cabe que tal pago se realice de una sola vez, en una cantidad alzada para todo el tiempo del arrendamiento (arg. ex arts. 1555.1.º y 1574 del CC, y 17.2-3 de la LAU, cuando se acuerde que esa cantidad se abonará a la finalización del arrendamiento).

⁽⁵⁾ Cfr. GALGANO, Francesco, *Diritto civile e commerciale*, vol. II, tomo I, 2.ª ed., Ed. CEDAM, Padua, 1993, p. 50 (no obstante, volvemos a ver en este autor que se considera sólo el capital de dinero). En nuestra doctrina más antigua, se pronunciaba en similar sentido ALLENDE SALAZAR, A., “Definición del interés: sus clases”, en “Cuestiones de Derecho civil”, *RGLJ*, tomo LVI, 1880, p. 631 (“*suele también definirse el interés como el fruto del dinero, y en efecto, el interés acrecienta cada día el capital como el fruto se une cada año a la cosa fructífera*”). Igualmente, consideran los intereses como frutos civiles, entre otros, BARAONA GONZÁLEZ, Jorge, *El retraso en el cumplimiento de las obligaciones*, pról. de Ramón DURÁN RIVACOBA, Ed. Dykinson, Madrid, 1998, pp. 290-291; CARRASCO, “Restitución de provechos”, *op. cit.*, p. 1125; DEL ARCO TORRES, Miguel Ángel y PONS GONZÁLEZ, Manuel, Voz “Intereses”, en *Diccionario de Derecho civil*, tomo II, Ed. Aranzadi, Pamplona, 1984, p. 86; DIEZ-PICAZO GIMÉNEZ, Gema, *La mora y la responsabilidad contractual*, pról. de Antonio CABANILLAS SÁNCHEZ, Ed. Civitas, Madrid, 1996, p. 579; LASARTE, Carlos, *Principios de Derecho civil*, tomo I, 10.ª ed., Ed. Marcial Pons, Madrid, 2004, p. 423, y tomo II, 11.ª ed., Ed. Marcial Pons, Madrid, 2007, p. 103; y “La deuda de intereses”, *AAMN*, tomo XXXV, 1996, p. 123; MARTÍN-RETORTILLO, “Clases de frutos...”, *op. cit.*, p. 148; MÚRTULA, *La prestación...*, *op. cit.*, pp. 194-195; RUIZ-RICO RUIZ, José Manuel, Comentario al artículo 1108 del Código Civil, *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales*, dirs. por Manuel ALBALADEJO, tomo XV, vol. 1.ª, EDESA, Madrid, 1989, p. 756; SOTO NIETO, Francisco, “Intereses moratorios y de redescuento en las condenas al pago de cantidad líquida”, *Estudios jurídicos varios*, tomo I, Ed. Montecorvo, Madrid, 1983, p. 197; VALLES Y PUJALS, J., *Del préstamo a interés, de la usura y de la hipoteca*, Librería Bosch, Barcelona, 1933, p. 54; VATTIER FUENZALIDA, Carlos, “Problemas de las obligaciones pecuniarias en el Derecho español”, *RCDI*, núm. 536, 1980, p. 69, y “Obligaciones pecuniarias”, *NEJ*, tomo XVIII, Ed. Francisco Seix, Barcelona, 1986, p. 198; VEGA, Félix, “La deuda de intereses. Comentario a la Sentencia de 30 de enero de 1985 de la Sala Primera de la Excm. Audiencia Territorial de Palma de Mallorca”, en *RDBB*, núm. 24, octubre-diciembre 1986, p. 866 (autor que también los considera frutos del dinero); y VILLAGRASA ALCAIDE, Carlos, *La deuda de intereses*, Ed. EUB, Barcelona, 2002, pp. 183-188; y en la doctrina extranjera ALMEIDA COSTA, Mário Júlio de, *Direito das Obrigações*, 9.ª ed., 3.ª reimpr., Ed. Livraria Almedina, Coimbra, 2005, p. 642 (sobre el art. 212.2 del CC portugués); BIANCA, C. Massimo, *Diritto civile*, vol. IV, Ed. Giuffrè, Milán, 1993, p. 180; DISTASO, Nicola, *Le obbligazioni in generale*, Ed. UTET, Turín, 1970, p. 882; GRANITO, Aristide, “Interessi”, *Dizionario Pratico del Diritto Privato*, vol. III, Ed. Dottor Francesco Vallardi, Milán, 1923, p. 738; LONGO, Giannetto, *Diritto delle*

desvinculado obligación principal y obligación de intereses, el acreedor de la principal (el “propietario de la cosa fructífera”) irá haciendo suyos los frutos por *derecho de accesión*⁽⁶⁾, lo que, en el caso de los intereses, se concreta en el nacimiento de un crédito sobre éstos.

A la conceptualización de los intereses como frutos civiles no debe obstar que la especial naturaleza del dinero provoque ciertas dificultades de encaje de los intereses que derivan de él con la estructura obligacional del resto de los frutos civiles, profundamente condicionada por el modelo interpretativo de los derechos reales⁽⁷⁾, lo que, sin embargo, históricamente sí ha provocado ciertas resistencias a considerar los intereses como frutos civiles del dinero, sobre la base de la consumibilidad de aquél⁽⁸⁾. Sin embargo, esta resistencia deriva de una confusión entre los conceptos de frutos civiles y naturales, que, obviamente, no pueden reunir las mismas características.

Pese a que los intereses son considerados como frutos (civiles) del dinero, hay diferencias entre éstos y los frutos naturales de otros bienes, ya que no se derivan de una reproducción biológica o una separación material, sino de una creación legal o convencional: el proceso de reproducción natural es distinto del de reproducción civil, que deriva de la cesión por una persona a otra del disfrute o uso de una determinada cantidad de dinero, cesión por la que obtiene, ya sea periódica o alzadamente, otra cantidad fija de dinero llamada “intereses”⁽⁹⁾.

obbligazioni, Ed. UTET, Turín, 1950, p. 120; MESSINEO, Francesco, *Manuale di diritto civile e commerciale*, vol. III, 9.ª ed., Ed. Giuffrè, Milán, 1959, p. 34; PIOLA, Giuseppe, “Interessi (diritto civile)”, *Digesto Italiano*, vol. XIII, parte 2.ª, Ed. UTET, Turín, 1901-1904, pp. 44 y 60; RESCIGNO, Pietro, *Manuale del diritto privato italiano*, 6.ª ed., Ed. Jovene, Nápoles, 1984, pp. 673-674; SANTORO PASSARELLI, Francesco, *Doctrinas generales del Derecho civil*, trad. y concords. de Derecho español por A. LUNA SERRANO, Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid, 1964, p. 62; TORRENTE, Andrea y SCHLESINGER, Piero, *Manuale di diritto privato*, 16.ª ed., Ed. Giuffrè, Milán, 1999, pp. 124 y 396; y VITA, Alberto, “Interessi (Diritto civile)”, *Nuovo Digesto Italiano*, vol. VII, Ed. UTET, Turín, 1938, p. 50.

⁽⁶⁾ Vid. art. 354.3.ª del CC. Escribimos en cursiva la expresión “derecho de accesión” porque, como es sabido, la doctrina entiende que la adquisición por el propietario de la cosa principal de los frutos que ésta produzca (la denominada “accesión discreta”, por contraposición a la accesión propiamente dicha, o “continua”) no es propiamente una accesión, sino una simple manifestación de la facultad de goce ínsita en el derecho de propiedad; al respecto, *cfr.* por todos DÍEZ-PICAZO, Luis y GULLÓN, Antonio, *Sistema de Derecho civil*, vol. III, 5.ª ed., Ed. Tecnos, Madrid, 1990, p. 180; y LASARTE, *Propiedad y derechos reales de goce*, *Principios de Derecho civil*, tomo IV, 7.ª ed., Ed. Marcial Pons, Madrid, 2007, p. 113.

⁽⁷⁾ MÚRTULA, *La prestación...*, *op. cit.*, p. 194.

⁽⁸⁾ Así, la tesis de Santo Tomás, *Summa Theologica*, II-II, q. 78, art. 1 [según la edición: *Suma de Teología*, tomo III —Parte II-II (a)—, Biblioteca de Autores Cristianos, Madrid, 1990, p. 601], que a su vez tiene origen en un Decreto de Graciano, desarrollado por Pedro LOMBARDO, y que afirma que, dado que el dinero es un bien fungible y consumible, los intereses no pueden ser sus frutos (civiles), ya que sería una *contradictio in terminis* decir que una cosa consumible pueda producir frutos.

⁽⁹⁾ Vid. BONET CORREA, José, *Las deudas de dinero*, Ed. Civitas, Madrid, 1981, pp. 265-266.

Para BONET CORREA⁽¹⁰⁾, el fundamento de la existencia de los intereses como frutos del dinero procede de la organización social industrial liberal y consumista. El dinero por sí solo, estáticamente, es improductivo, y los intereses se entienden como compensación a su utilización y disfrute en una cesión, ya que el dinero no se concibe en el tráfico de manera improductiva, y sólo aquellas monedas que dejan de tener la cualidad de dinero presentan una situación estática, se convierten en objetos de museo o de coleccionista.

No faltan, sin embargo, voces contrarias en la doctrina. Para SABATER⁽¹¹⁾ los intereses no son frutos del dinero, porque —según esta autora— si se parte del concepto jurídico del dinero como el bien fungible y consumible por excelencia sería un contrasentido admitir que una cosa consumible pueda producir frutos: si el uso del dinero conlleva su consumo, al consumirlo deja de existir para su propietario y no puede, por tanto, producirle frutos, por lo que se concluye que los intereses constituirían una prestación desligada de toda relación con la obligación principal.

A esta postura podemos hacerle la objeción de que, aun cuando entendamos que el dinero pueda ser consumible⁽¹²⁾, no es el dinero *físicamente considerado* el que

(10) *Op. cit.*, p. 266.

(11) SABATER BAYLE, Isabel, *Préstamo con interés, usura y cláusulas de estabilización*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 1986, p. 102. Una posición similar mantienen INZITARI, Bruno, “Gli interessi”, en *La moneta* (vol. VI del *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, dir. por Francesco GALGANO), Ed. CEDAM, Padua, s. f. (1983), pp. 191-193; y MAZZONI, Cosimo Marco, “Gli interessi di capitale e la loro classificazione come frutti civili”, *Studi senesi*, núm. XCII (III Serie, núm. XXIX), fasc. 1, 1980, pp. 78-127 (en especial, 125-126).

(12) Sobre los caracteres de fungibilidad (es decir, no interesan las piezas individualmente consideradas, sino el número, la cantidad: se habla de *sumas* de dinero mejor que de *cantidades* de dinero) y consumibilidad del dinero (el dinero es esencialmente consumible: está destinado a la enajenación, su uso natural es gastarlo; la consumibilidad puede ser por destrucción o por enajenación, y este último es el caso del dinero, que es esencialmente consumible, pero se consume sólo para quien lo gasta, no para la sociedad en general, ya que subsiste siempre como medio de cambio en el tráfico), *cfr.* sobre todo GARRIGUES, Joaquín, “El dinero como objeto de la actividad bancaria”, *RDM*, vol. XXV, núm. 67, enero-marzo 1958, pp. 17-18; y *Contratos bancarios*, 2.ª ed., corregida por Sebastián MOLL, ed. del autor, Madrid, 1975, pp. 69-70. Asimismo, BONET CORREA, “El dinero como bien jurídico”, *Estudios en homenaje del profesor Castán Tobeñas*, tomo IV, Ed. EUNSA, Pamplona, 1969, pp. 130-132, y *Las deudas de dinero*, *op. cit.*, pp. 242-244 [quien sostiene que el dinero *se gasta*, no se consume, y el gasto sería un tipo especial de consumo, propio del dinero, distinto del consumo físico o material de las demás cosas fungibles (consumibles, habría que decir)]; HERNÁNDEZ GIL, Antonio, *Derecho de obligaciones* (tomo III de sus *Obras completas*), Ed. Espasa Calpe, Madrid, 1988, pp. 114-115; LETE DEL RÍO, José Manuel, *Derecho de obligaciones*, vol. I, 2.ª ed., Ed. Tecnos, Madrid, 1991, p. 60; MUCIUS SCAEVOLA, Quintus, “Del simple préstamo”, *Código civil*, tomo XXVII, redac. por Pascual MARÍN PÉREZ, Ed. Reus, Madrid, 1952, p. 153; SENÉS MOTILLA, Carmen, *Las obligaciones en moneda extranjera. Su tratamiento procesal*, Ed. La Ley, Madrid, 1990, pp. 21-23; y en la doctrina extranjera MAZZONI, *Frutti civili e interessi di capitale*, Ed. Giuffrè, Milán, 1985, pp. 72-76 y 90-92; y SOUSI, Gérard, “La spécificité juridique de l'obligation de somme d'argent”, *RTDC*, tomo LXXXI, núm. 3, 1982, pp. 526-527. En cambio, considera que el dinero no es consumible (tal vez por partir de una concepción física de la consumibilidad) TETI, Raffaele, “Il mutuo”, en *Le obbligazioni pecuniarie*, de *Obbligazioni e contratti*, tomo IV, vol. 9 del *Trattato di diritto privato*, dir. por Pietro RESCIGNO, Ed. UTET, Turín, 1985, p. 657.

genera los intereses, sino el derecho de crédito sobre esa cantidad, que corresponde al acreedor, crédito que en ningún momento se “consume” (podrá extinguirse por cualquiera de las causas previstas legalmente, pero no consumirse, dado que no tiene una realidad física), aun cuando pueda haberse consumido el dinero sobre el que ese crédito versa⁽¹³⁾. De esta forma, nada obsta a que el crédito —que, repetimos, no es en sí consumible— pueda producir unos frutos (civiles), los intereses. Asimismo, cabe objetarle a esa posición que se basa en el concepto de consumibilidad *física o material*, es decir, por destrucción, cuando los principales autores⁽¹⁴⁾ coinciden en entender que sobre el dinero la que incide es una consumibilidad por enajenación, de modo que éste se gasta pero no se destruye y subsiste siempre como medio de cambio en el tráfico. De esta forma, es cierto que un bien consumible materialmente no podrá producir frutos, en la medida en que su consumo conlleva su destrucción, pero en cambio el dinero no se destruye por su consumo, sólo se gasta o enajena, persistiendo en el tráfico.

Por su parte, YSÀS⁽¹⁵⁾ adopta una posición intermedia entre la negación y el total reconocimiento a los intereses de su naturaleza de frutos civiles, al entender que los intereses sólo pueden ser considerados como frutos “*en la parte que comporten un beneficio efectivo para el prestamista (incluidos los costes de oportunidad)*”, tras descontar el resto de los costes.

Consideramos que ello tampoco es aceptable, pues realiza una indebida identificación entre los conceptos de fruto y beneficio, y además se sigue un concepto reduccionista de los intereses (únicamente respecto del préstamo), ignorando el resto de los posibles supuestos. Si seguimos, como esta autora, una idea de los intereses-frutos únicamente como beneficio neto en un préstamo, nos hallaríamos con que no serían frutos —y por tanto no les sería aplicable el régimen de éstos— todos los intereses debidos por la restitución de un capital ajeno no prestado o no imputables al normal desenvolvimiento del préstamo (destacadamente, los moratorios), en que no haya un beneficio efectivo para quien los reciba, produciéndose de este modo una quiebra de la necesaria unidad del concepto de intereses⁽¹⁶⁾. Asimismo, esa idea del beneficio neto carece de toda base, y así si nos trasladamos al ámbito de los frutos naturales, nadie podrá negarles la condición de frutos ni aun a aquellos cuyo valor resulta superado por sus costes de producción (con lo que no sólo no hay un beneficio neto, sino que incluso

(13) Es más, en las obligaciones pecuniarias frecuentemente lo que se produce es un intercambio del dinero (que el acreedor entrega al deudor) por un derecho de crédito, como sucede en las inversiones, préstamos...

(14) *Vid. supra* la nota (12).

(15) YSÀS SOLANES, María, “Algunas consideraciones en torno al contrato de mutuo con interés”, *RCDI*, núm. 618, 1993, pp. 1388 y 1390, y *El contrato de préstamo con garantía hipotecaria*, Ed. La Ley, Madrid, 1994, p. 39.

(16) Como, por otra parte, se sostiene en la voz “Interessi (diritto civile)” (sin indicación de autor), *Grande Dizionario Enciclopedico del Diritto*, vol. XIX, Fratelli Fabbri Editori, Milán, 1964, p. 88, donde se indica que serían frutos únicamente los intereses corresponsivos, quedando fuera de la categoría los moratorios y compensatorios.

hay pérdidas): si las peras de un peral, que, valiendo treinta euros, han supuesto a su poseedor un coste de cuarenta para su producción (riegos, abonos, insecticidas...), no por esa pérdida dejan de ser frutos (de carácter natural), no se ve la razón de requerir la existencia de un beneficio neto para conceptuar a los intereses como frutos (civiles), pues podría llegarse al caso de que ni siquiera los intereses retributivos de un préstamo pudieran ser calificados como tales, como por ejemplo en los períodos de fuerte inflación, en que los intereses recibidos no llegaran a compensar la depreciación y la cuantía de otros costes.

También los intereses moratorios han de ser entendidos como frutos⁽¹⁷⁾, en la medida en que buscan equivaler (al menos teóricamente) al beneficio que la cantidad no restituida debidamente ha estado produciendo, durante el período de la mora, para el deudor, dejando de hacerlo para el acreedor, y que la productividad del capital—verdadera nota a tener en cuenta para la calificación de los intereses como frutos—se da también respecto de estos intereses⁽¹⁸⁾. El hecho de que en los moratorios destaque más la nota indemnizatoria no excluye que en ellos también se dé simultáneamente la naturaleza de frutos⁽¹⁹⁾.

Sentada la consideración de los intereses como frutos civiles, de ésta se va a derivar que cuando el titular del derecho de disfrute del capital sea una persona distinta del acreedor de la obligación principal, como cuando se ha constituido un usufructo sobre el capital principal⁽²⁰⁾, será el titular del derecho de disfrute quien sea acreedor de los intereses, si bien es cierto que normalmente la condición de acreedor del capital principal y la de acreedor de los intereses coincidirán en la misma persona.

Asimismo, cuando resulte de aplicación el régimen de los frutos, éste se extenderá en principio a los intereses, y en especial en dos supuestos, destacados por CARRASCO⁽²¹⁾:

- a) Así, en los casos en que se le reconoce a un poseedor la facultad de apropiarse de los frutos, habrá de entenderse que también estarán incluidos los inte-

(17) En el mismo sentido, *cfr.* RUIZ-RICO, “Comentario al art. 1108 del CC”, *op. cit.*, p. 825. En la jurisprudencia, cabe citar, entre otras que han considerado los intereses moratorios como frutos civiles, las SSTs de 18 de febrero de 1994, 19 de junio de 1995, 13 de octubre de 1997 y 20 de mayo de 1998.

(18) Precisamente, en la idea de la productividad del dinero y de no dejarlo improductivo en caso de mora del deudor, hace radicar Jaime SANTOS BRIZ (“Comentario a los artículos 1108 a 1109”, *Comentario del Código Civil*, coord. por Ignacio SIERRA GIL DE LA CUESTA, tomo 6, Ed. Bosch, Barcelona, 2000, p. 150) el fundamento de los intereses moratorios.

(19) Retomando el ejemplo del peral, si debe restituirse su posesión retenida indebidamente, habiéndose producido la cosecha en el período de mora, el hecho de que se fije como *indemnización* el importe de esa cosecha (como sustitutivo pecuniario de unos auténticos frutos en sentido natural), con las pertinentes deducciones, no excluye la naturaleza de *frutos* de esas peras (que son sustituidas por su equivalente pecuniario).

(20) *Vid.* arts. 471 y 507 del CC.

(21) *Cfr.* CARRASCO, “Restitución de provechos”, *op. cit.*, p. 1082.

reses que en su caso se produzcan, como por ejemplo en los supuestos de los productos de los bienes privativos, que son adquiridos por la sociedad de gananciales⁽²²⁾, o, en general, los casos de liquidación de estados posesorios⁽²³⁾.

- b) Igualmente, cuando se establezca un *régimen de restitución de los frutos* (deber de restitución, o por el contrario inexistencia de éste), el mismo se aplicará también en relación con los intereses. En este apartado, cabe citar los casos de cumplimiento de las obligaciones condicionales de dar⁽²⁴⁾ o de restitución del cobro de lo indebido⁽²⁵⁾.

La concepción de los intereses como frutos civiles se observa también en la mayoría de los códigos civiles de nuestro entorno. Así, en el *Code* francés se cita a los intereses como uno de los componentes de la categoría de los frutos civiles⁽²⁶⁾, al igual que en el Código italiano⁽²⁷⁾, mientras en otros ordenamientos se sigue una formulación de los frutos civiles abstracta y general⁽²⁸⁾, y en otros se desconoce el propio concepto de frutos civiles, como en el suizo.

Como pone de manifiesto INZITARI⁽²⁹⁾, el hecho de que se entiendan los intereses como fruto tiene un significado metafórico, explicable sólo en relación con una sensibilidad sistemática que reconduce al concepto naturalista de fruto tanto a los bienes que se derivan de la gestión económica de la cosa madre como a los derivados del desarrollo de una actividad jurídica. Tanto si se consideran características peculiares de los frutos civiles el que se obtienen a través de una relación obligatoria, mediante el ejercicio de un derecho de crédito, como si se destaca la proporcionalidad del resultado útil en relación con el período de disfrute, los elementos que califican la tipología de los frutos civiles aparecen como insuficientes para interpretar y describir las características de los intereses.

(22) Vid. arts. 1347.2.º y 1349 del CC.

(23) Recogida, respecto de los frutos, en los arts. 451, 452 y 455 del CC.

(24) Vid. art. 1120 del CC.

(25) Vid. arts. 1896 y 1897 del CC.

(26) Art. 584.I, cit. *supra* en la nota (1).

(27) El art. 820.III del vigente de 1942 dispone que “*sono frutti civili quelli che si ritraggono dalla cosa come corrispettivo del godimento che altri ne abbia. Tali sono gli interessi dei capitali, i canoni enfiteutici, le rendite vitalizie e ogni altra rendita, il corrispettivo delle locazioni*” (las negritas son nuestras), con un texto bastante similar al del art. 444.III del *Codice* de 1865, que citamos *supra* en la nota (1). Lo mismo cabe decir del art. 212.2 del CC portugués, cit. en esa misma nota.

(28) Así, en el § 99.III *BGB* se establece que “*Früchte sind auch die Erträge, welche eine Sache oder ein Recht vermöge eines Rechtsverhältnisses gewärt*” (“son también frutos los productos que una cosa o un derecho produce en virtud de una relación jurídica”).

(29) INZITARI, “Interessi”, *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione civile*, vol. IX, Ed. UTET, Turín, 1993, p. 567 (y en *Profili del diritto delle obbligazioni*, Ed. CEDAM, Padua, 2000, p. 224).

Se ha señalado por parte de la doctrina italiana⁽³⁰⁾ que sólo serían frutos civiles los intereses de tipo correspectivo (retributivos), no siéndolo realmente los intereses moratorios y compensativos, o a lo sumo sólo sobre la base de una interpretación analógica y extensiva. No podemos aceptar esta tesis en el Derecho español, ya que los intereses *retributivos* y *compensativos* constituirían realmente una única categoría, y en los intereses moratorios también concurre la naturaleza de fruto, en la medida en que son la contrapartida por el disfrute por parte del deudor del capital objeto de la deuda principal, si bien en estos casos se trataría de un disfrute *inconsentido* por el acreedor, debido al retraso culposo en la devolución, que sería equiparable al enriquecimiento injusto, y ello con independencia de que en los intereses moratorios concurre además una nota indemnizatoria. Como pone de manifiesto BONET CORREA⁽³¹⁾, en toda relación jurídica que supone un empleo productivo del dinero, como sucede en la mayor parte de las obligaciones pecuniarias, se considera que la prestación de dinero no es improductiva y, por tanto, quien usa del dinero ajeno o incurre en mora se entiende legalmente que ha obtenido un beneficio y está obligado a darlo con los que serían sus intereses o frutos civiles.

Igualmente, se ha señalado en la doctrina italiana, con base en el párrafo tercero del artículo 820 de su Código Civil⁽³²⁾, que, puesto que los frutos civiles serían la contrapartida (*corrispettivo*) por el disfrute que otro tenga de una cosa, y los intereses serían frutos civiles, consecuentemente los intereses serían la contrapartida por el disfrute de un capital, relacionando esta afirmación con la tradición de la doctrina económica que liga la producción de los intereses al disfrute de un capital. Sin embargo, tal tesis se basa en uno solo de los tipos de intereses, a través de la cesión (voluntaria) del disfrute de una suma de dinero, y en ese sentido ha obtenido severas críticas por parte de algunos autores de la propia doctrina italiana⁽³³⁾. Así, se ha señalado⁽³⁴⁾ que, más que con una hipotética contrapartida relacionada con un indeterminado disfrute de un capital, los intereses vendrían referidos a la ventaja por la liquidez monetaria de la que ha disfrutado, directa o indirectamente, el sujeto a quien la ley (o la

(30) Cfr., en tal sentido, DISTASO, *Le obbligazioni in generale*, op. cit., pp. 866-867; LIBERTINI, Mario, “Interessi”, *Enciclopedia del Diritto*, tomo XXII, Ed. Giuffrè, Milán, 1972, p. 124, nota 129; y MARINETTI, Giuseppe, “Interessi (Diritto civile)”, *Novissimo Digesto Italiano*, tomo VIII, Ed. UTET, Turín, 1962, p. 860.

(31) BONET CORREA, *Las deudas de dinero*, op. cit., p. 251.

(32) Cit. *supra* en la nota (27).

(33) Vid. INZITARI, “Interessi”, *Digesto...*, op. cit., p. 568 (y en *Profili...*, op. cit., pp. 225-226). Así, este autor critica igualmente a Oberdan Tommaso SCOZZAFAVA (cuya posición al respecto éste exponía en *Gli interessi monetari*, Ed. Jovene, Nápoles, 1984; siendo compartida en el prólogo a esa obra por RESCIGNO, pp. XIII-XIV) el que, por aceptar acríticamente dicha posición, llegue a basar la monografía entera sobre la tesis de que, incluidos los intereses entre los frutos civiles, en el concepto de intereses deban ser comprendidas sólo aquellas obligaciones de intereses que nazcan de un contrato en el que se atribuya a un tercero el disfrute del propio dinero, limitando así la categoría de los intereses sólo a los correspectivos y en ningún caso a los moratorios.

(34) Por INZITARI, “Interessi”, *Digesto...*, op. cit., p. 568 (y en *Profili...*, op. cit., p. 226).

convención entre las partes, añadiríamos nosotros) impone la obligación de pagar los intereses, ventaja que se manifiesta:

- a) En el disfrute directo de una suma que haya sido transferida a título oneroso contra el pago de una contrapartida, consistiendo ésta en los intereses, como sucede con los intereses retributivos en el mutuo; o
- b) En la ventaja que se sigue del retraso en la restitución o en el pago de una suma de dinero, debida con base en una obligación restitutoria o resarcitoria, de carácter contractual o extracontractual. Es el supuesto que se da en aquellos casos en que el pago de una suma se produzca en un momento posterior al de su exigibilidad. Aquí también se produce un enriquecimiento del patrimonio del sujeto que ha gozado de tal disponibilidad económica, valorable en la medida del presumible coste que hubiera debido soportar para adquirir la misma disponibilidad.

Al ser frutos civiles, los intereses legalmente se presumen producidos con carácter diario⁽³⁵⁾. De esta forma, a falta de ley, pacto o usos aplicables que establezcan una distinta periodicidad de devengo, para la determinación de la cuantía de los intereses en cada caso habrá que dividir el importe de los intereses anuales (teniendo en cuenta que el tipo de interés es normalmente por referencia anual) por el número de días del año⁽³⁶⁾ y posteriormente multiplicar el resultado por el número de días a considerar⁽³⁷⁾. Sin embargo, nada obsta a que convencionalmente se establezca una previsión de producción de intereses distinta de la legal; es más, en la práctica bancaria ordinaria lo usual es que se acuerde una producción de intereses con una periodicidad mensual, trimestral, semestral o anual, según los casos.

En relación con ello, se ha señalado⁽³⁸⁾ que, precisamente debido a la configuración usual de los intereses con carácter anual en la gran mayoría de contratos, debería distinguirse entre los intereses legales, que sí se devengarían diariamente *ope legis*, y los intereses negociales, en los que, en caso de silencio de las partes, el uso general impondría una interpretación presuntiva de la voluntad de éstas en el sentido de que el devengo fuera anual⁽³⁹⁾. Sin embargo, el crédito de intereses no suele surgir íntegro en un momento determinado, sino paulatinamente, *pro rata temporis* (de ahí que se hable

(35) Vid. los arts. 451.III y 474 del CC, la Ley 353.I FNNA, y el art. 561-6.3 del Libro Quinto del CC de Cataluña [antes el 28 de la Ley catalana 13/2000, de 20 de noviembre, de regulación de los derechos de usufructo, uso y habitación, cit. *supra* en la nota (1)].

(36) En las operaciones civiles, generalmente 365 días (366 en los años bisiestos); sin embargo, en el ámbito mercantil se opera en ocasiones con el denominado *año comercial* de 360 días.

(37) En Italia se ha apuntado un sistema similar por la S. de la *Corte di Cassazione* de 27 de enero de 1964, núm. 191.

(38) En tal sentido, LIBERTINI, “Interessi”, *op. cit.*, p. 124, nota 129; quien se basa en VON TUHR, *Tratado...*, tomo I, *op. cit.*, p. 47.

(39) En la Ley de 14 de marzo de 1856, el art. 5 precisamente establecía que “*el año civil es la unidad de tiempo para el cálculo del interés del capital*”.

de incremento o acumulación de intereses), y por ello se deben distinguir los momentos de nacimiento o devengo de los intereses y de vencimiento o exigibilidad⁽⁴⁰⁾.

En el caso de los intereses legales, vencerían a medida que van naciendo; en el de los negociales nacerían créditos nuevos en cada período, y suelen abonarse *postnumerando*, al expirar el período correspondiente, aunque puede acordarse que su abono se realizará *praenumerando*, al principio de cada período⁽⁴¹⁾.

Otros autores⁽⁴²⁾ entienden que debemos plantearnos si coinciden el devengo y la exigibilidad de los intereses, de modo que los intereses devengados sean inmediatamente exigibles, o no. En tal sentido, señalan que debemos distinguir entre devengo y exigibilidad o momento del pago, y tener en cuenta que la autonomía de la voluntad usualmente interviene para regular el tiempo de pago de los intereses, no el de su devengo; en tal caso, devengo y exigibilidad de la deuda de intereses no coincidirían, pero la convención no derogaría la periodicidad diaria del devengo de los intereses, sino que sólo tendría por efecto determinar la inexigibilidad de los intereses hasta la llegada del tiempo convenido para su pago. En defecto de convención o usos al respecto, sin embargo, el vencimiento de los intereses coincidirá con el momento del final de cada período de devengo de éstos, y, por tanto, el acreedor podría exigir el pago de los intereses con la periodicidad que se haya tomado como base para el cálculo de los intereses⁽⁴³⁾, o en su defecto con carácter diario⁽⁴⁴⁾; para períodos de tiempo inferiores al día, los intereses no habrían llegado a devengarse, de modo que el acreedor no puede pretenderlos por fracciones de día⁽⁴⁵⁾.

(40) Cfr. VON TUHR, *Tratado...*, tomo I, *op. cit.*, p. 47.

(41) *Vid.* VON TUHR, *ibid.*

(42) Como CASADO PALLARÉS, José M.³, “La prescripción de los intereses”, *RCDI*, núm. 66, junio 1930, p. 499, nota 52; Díez-PICAZO, “Comentario al artículo 1966”, *Comentario del Código Civil*, dir. por Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ, Luis Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, Rodrigo BERCOVITZ y Pablo SALVADOR CODERCH, tomo II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, p. 2159; y Díez-PICAZO y GULLÓN, *Sistema...*, vol. II, 5.^a ed., *op. cit.*, p. 142. En la doctrina italiana, DISTASO, *Le obbligazioni in generale*, *op. cit.*, pp. 871-872; MARINETTI, “Interessi (Diritto civile)”, *op. cit.*, p. 862; MESSA, Gian Carlo, *L'obbligazione degli interessi e le sue fonti*, 2.^a ed., Ed. Giuffrè, Milán, 1932, pp. 72-73 y 217; MONTEL, Alberto, “Anatocismo”, *Nuovo Digesto Italiano*, vol. I, Ed. UTET, Turín, 1937, p. 441, y “Anatocismo”, *Novissimo Digesto Italiano*, vol. I, tomo 1.^o, Ed. UTET, Turín, 1957, p. 614; MOSCO, Luigi, *I frutti nel diritto positivo*, Ed. Giuffrè, Milán, 1947, p. 71; QUADRI, Enrico, “Gli interessi”, en *Le obbligazioni pecuniarie*, de *Obbligazioni e contratti. I*, vol. 9 del *Trattato di diritto privato*, dir. por Pietro RESCIGNO, Ed. UTET, Turín, 1984, pp. 530-531; y VITA, “Interessi (Diritto civile)”, *op. cit.*, p. 53.

(43) Cfr. BIANCA, *Diritto civile*, *op. cit.*, p. 175.

(44) Dado que es el período que la presunción legal toma como referencia. En contra, Víctor COVIÁN (“Préstamo”, *EJE*, tomo XXV, pp. 521-522) entiende que, cuando en un préstamo con intereses no se haya estipulado nada respecto a la fecha del abono de los intereses, éstos no serán exigibles hasta el pago de lo principal.

(45) No pueden exigirse prestaciones que no han llegado a devengarse, salvo que expresamente se pacten como de pago anticipado.

De este modo, la nota de periodicidad de los intereses habría de concurrir en su devengo —de forma que cada cuota de intereses representara la retribución de la correspondiente fracción de tiempo durante la cual ha tenido el deudor el capital a su disposición—, correspondiendo a la autonomía privada (o la disposición legal específica que resulte en su caso aplicable) el establecer si igualmente habría de darse en su vencimiento y exigibilidad (lo cual ha de entenderse aplicable en defecto de previsión contraria al respecto) o por el contrario habrían de abonarse en un tanto alzado (a pagar antes o después de ese devengo). Ello es impuesto por la necesidad de conexión proporcional entre la cuantía de los intereses y la duración del tiempo por el que el deudor ha dispuesto del capital.

Para otros ⁽⁴⁶⁾, finalmente, la exigibilidad de los intereses vendría determinada, a falta de usos y en defecto de pacto, por el período temporal tomado como base del tipo de interés, habitualmente el año, con lo que debe entenderse que la exigibilidad sería por anualidades vencidas, y no por días. De este modo, los intereses, aun entendiéndose adquiridos día a día, se van acumulando hasta el final de cada plazo, formando un crédito diferente del principal y sólo productor de nuevos intereses cuando se den los presupuestos del anatocismo, de modo que se produce lo que SIMONETTO ⁽⁴⁷⁾ llama

⁽⁴⁶⁾ Así, ASCARELLI, Tullio, “Comentario a los artículos 1282 a 1284”, en *Obbligazioni pecuniarie*, del *Commentario del codice civile* de Antonio SCIALOJA y Giuseppe BRANCA, *Libro quarto. Delle obbligazioni* (art. 1277-1284), Ed. Zanichelli-II Foro Italiano, Bologna-Roma, 1959, p. 589; DISTASO, *Le obbligazioni in generale*, *op. cit.*, p. 872; FRAGALI, Michele, Comentario al artículo 1815, en *Del mutuo*, 2.ª ed., *Commentario del codice civile* de SCIALOJA y BRANCA, *op. cit.*, Bologna-Roma, 1966, pp. 356-357; QUADRI, “Gli interessi”, *op. cit.*, p. 531; y sobre todo GIAMPICCOLO, Giorgio, *Comodato e mutuo* (vol. V, fasc. 7.º del *Trattato di diritto civile* dir. por Giuseppe GROSSO y Francesco SANTORO-PASSARELLI), Ed. Dr. Francesco Vallardi, Milán, 1972, p. 87, y “Mutuo (dir. priv.)”, *Enciclopedia del Diritto*, tomo XXVII, Ed. Giuffrè, Milán, 1977, p. 463; SIMONETTO, Ernesto, *Los contratos de crédito*, trad. por Juan MARTÍNEZ VALENCIA y anotado por Juan V. FUENTES LOJO, Ed. J.M.ª Bosch, Barcelona, 1958, pp. 265-267, especialmente la 266, e “Interessi (diritto civile)”, *Enciclopedia giuridica*, vol. XVII, Istituto della Enciclopedia Italiana, Roma, 1989, p. 3; y TETI, Raffaele, “Il mutuo”, en *Le obbligazioni pecuniarie*, de *Obbligazioni e contratti*, tomo IV, vol. 9 del *Trattato di diritto privato*, dir. por Pietro RESCIGNO, Ed. UTET, Turín, 1985, p. 679. En tal sentido se ha pronunciado también alguna sentencia italiana, como la de la *Corte d'Appello* de Bologna de 8 de noviembre de 1962 (*Giust. Civ.*, vol. 1963-I, pp. 938 ss.).

Igualmente, FUENTES LOJO (Anotaciones a SIMONETTO, *op. cit.*, p. 267), sobre la base de que el art. 1108.II del CC (entonces vigente, y que fijaba la cuantía de los intereses legales) habla de interés “al año”, sostiene que, a falta de estipulación, ha de entenderse que la reclamación de los intereses por el acreedor ha de hacerse por años, pues si la referida fórmula legal se utiliza para cuando no se ha pactado la cantidad de intereses, “¿por qué no ha de hacerse uso de ella también para determinar el tiempo?”. La supresión de ese segundo párrafo del art. 1108 ha eliminado la posible base legal de su argumento, pero la conclusión parece seguir siendo válida actualmente, pues los tipos legales de interés continúan siendo igualmente de base anual.

⁽⁴⁷⁾ SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, *op. cit.*, p. 267. Cursivas en el original.

“un interesante caso de aplazamiento *legal y esencialmente gratuito* de un crédito que ha ingresado ya en el patrimonio del acreedor”⁽⁴⁸⁾.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que, dado que los frutos civiles se entienden producidos y percibidos día a día, no cabe la posibilidad de unos frutos civiles pendientes, y por tanto de unos intereses en situación de pendencia. En caso de que las partes o la ley previeran un tipo de interés anual determinado, pero con pago de los intereses con carácter, por ejemplo, semestral o trimestral, y sin contemplación de con qué periodicidad deberían entenderse devengados los intereses, en rigor la aplicación de los artículos 451.III y 474 del Código Civil (o la Ley 353.I del Fuero Nuevo de Navarra) debería suponer que la cantidad debida en concepto de intereses debería calcularse multiplicando los intereses diarios debidos (devengo diario de los intereses) por el número de días efectivamente comprendido en el trimestre o semestre considerado. Sin embargo, en la práctica es claro que las partes (o la ley), al prever el pago trimestral o semestral de los intereses, pretendían establecer en realidad que la cantidad de los intereses debidos, determinados sobre la base del tipo de interés anual fijado, debería ser dividida en dos o cuatro partes iguales, que vencen en fechas diversas. Asimismo, es usual en la práctica que cada una de las cuotas sea de igual cantidad y contenga una parte de capital (amortización) y otra de intereses, estableciéndose la proporción de una y otra por medio de fórmulas financieras⁽⁴⁹⁾ ⁽⁵⁰⁾.

Independientemente de su naturaleza de frutos civiles, determinados tipos de intereses pueden cumplir también otras funciones. Así, los intereses moratorios cumplen una labor de *indemnización de daños y perjuicios* en las deudas dinerarias⁽⁵¹⁾, y en esos términos se expresa el artículo 1108 del Código Civil, recogiendo la terminología francesa, que denomina *dommages-intérêts* a los intereses moratorios.

(48) Contra esta indicación de SIMONETTO, FRAGALI (“Comentario al art. 1815”, en *Del mutuo*, op. cit., p. 357) señala que el que los intereses se adquieran día a día sólo quiere decir que ese crédito se va acumulando en espera de su exigibilidad, que no viene diferida, sino que se concreta cuando llega ese momento; y que no hay un aplazamiento gratuito, dado que al ser los intereses normalmente pospagados, cubrirán el intervalo de tiempo entre devengo y exigibilidad.

(49) Vid. LIBERTINI, “Interessi”, op. cit., p. 124, nota 131.

(50) Así, es común pagar en las cuotas iniciales de los préstamos mucha mayor porción de intereses que amortización del capital, mientras que en las finales la parte de ésta supera ampliamente a la de aquéllos.

Sobre el cálculo de ambos tipos de cuotas, vid. SECKELMANN, Robert, *Zinsen in Wirtschaft und Recht*, Ed. Fritz Knapp, Frankfurt a. M., 1989, y *Zinsrecht. Das Problem, dessen Lösung es sein sollte. Ein Plädoyer für konsequent richtigen Umgang mit verzinsenden Geld*, Ed. Nomos, Baden-Baden, 1992.

(51) En tal sentido, Ernesto GUTIÉRREZ Y GONZÁLEZ (*Derecho de las obligaciones*, 12.ª ed., Ed. Porrúa, México, 1997, pp. 586-589), con un concepto muy restrictivo de intereses (prácticamente sólo los denominados retributivos, compensatorios o correspectivos), llega a afirmar que realmente no existirían intereses moratorios, sino “perjuicios”, sobre la base de que el deudor comete con el retraso un hecho ilícito, mientras que los intereses (en su concepción) provendrían de una causa lícita, y de que tendrían efectos jurídico-económicos diferentes.

Pese a tener el carácter de indemnización de daños y perjuicios, a los intereses no les será aplicable la posibilidad de moderación judicial de la responsabilidad procedente de negligencia, prevista en el artículo 1103 del Código, cuando suponga llevarlos por debajo de la cuantía legal, ya que el tipo legal de intereses se considera como una indemnización *de mínimos*.

Por otra parte, en los casos en que la cuantía de los intereses convencionales retributivos sea algo más elevada de lo común, esa sobrevaloración puede deberse a su empleo en una doble función: como retribución del capital prestado y como medio de *compensación de la inflación o depreciación monetaria* ⁽⁵²⁾, o, desde otro punto de vista, como compensación del lucro cesante —retribución del dinero prestado, por el cual el prestamista podría estar obteniendo unos beneficios— y del daño emergente —pérdida de valor de la moneda por efecto de la inflación, de la cual podría haberse cubierto el prestamista de haber dispuesto del capital, en vez de haberlo prestado—. En tal caso, en la medida en que tal compensación se produzca por esta vía, no será admisible su compatibilidad con una cláusula de estabilización que cubra la totalidad de la depreciación monetaria producida, pues se produciría una injustificada duplicidad compensatoria, y, en caso de producirse tal acumulación o doble corrección, podría plantearse la cuestión de si estamos ante unos intereses usurarios encubiertos bajo otra forma contractual.

Finalmente, los intereses moratorios pueden revestir también, en función de las características de cada caso concreto, un *carácter sancionatorio*, penalizador o punitivo ⁽⁵³⁾, a fin de penalizar al deudor por su mora y forzarle al cumplimiento tempestivo,

(52) Función admitida, por ejemplo, por las SSTs de 25 de enero de 1984, cuando niega que unos intereses sean usurarios porque “*en algunos años no llegó a cubrir ni siquiera la depreciación monetaria producida por la inflación*”, y 22 de octubre de 1990. En cualquier caso, los intereses no puede entenderse que cumplan únicamente esa función de mantenimiento del valor del dinero, pues entonces no serían propiamente intereses, y en caso de préstamo “*nos hallaríamos ante un negocio gratuito en la realidad, ya que no habría compensación para el prestamista de su renuncia a la liquidez, por la utilización del capital por parte del prestatario*” (así, YSÁS, “*Algunas consideraciones...*”, *op. cit.*, pp. 1382 y 1390, y *El contrato de préstamo...*, *op. cit.*, p. 33).

(53) En tal sentido, algunos autores llaman a los intereses moratorios *intereses punitivos*, como es el caso de MUCIUS SCAEVOLA, “*Del simple préstamo*”, *Código Civil*, *op. cit.*, p. 216; o VALLÉS, *Del préstamo a interés...*, *op. cit.*, p. 54.

Admiten la existencia de una función disuasoria o sancionatoria en los intereses moratorios, entre otras muchas, las SSTs de 5 de marzo de 1992, 17 y 18 de febrero de 1994, 9 de diciembre de 1995 (núms. 1053/1995 y 1141/1995); 1 de abril, 13 de octubre y 10 de noviembre de 1997, 24 de septiembre de 1998, 27 y 29 de noviembre de 1999, 6 de octubre de 2000, 10 de abril y 2 de octubre de 2001 y 8 de marzo de 2002; las SSAAPP de Murcia (secc. 2.ª) de 1 de febrero de 2000, Zamora de 16 de mayo de 2002, Almería (secc. 3.ª) de 29 de julio de 2002, Burgos (secc. 3.ª) de 20 de septiembre de 2002, La Coruña (secc. 4.ª) de 22 de octubre de 2002 y Asturias (secc. 7.ª) de 17 de julio de 2003, y los AAP de Burgos (secc. 3.ª) de 13 de septiembre de 2001 y 31 de enero de 2003. En cambio, la STC 76/1990, de 26 de abril, entiende —en una posición muy criticable, que sólo encuentra una posible explicación en el tipo

ya que el retraso moroso en el cumplimiento provocará que se vaya produciendo una acumulación creciente de los intereses que le impulsará a cumplir en tiempo oportuno (o al menos con el menor retraso posible, a fin de que la cuantía de los intereses no se eleve excesivamente). En tal caso, los intereses serán verdaderas penas civiles, por lo que, de ser convencionales, serán susceptibles de moderación judicial, en virtud del artículo 1154 del Código.

Un ejemplo destacado de estos intereses sancionatorios son los intereses procesales que la deuda de cantidad líquida genera, aun sin haberse llegado a constituir al deudor en mora, desde que se dicte la sentencia en primera instancia que condene a su pago (artículo 576 de la Ley de Enjuiciamiento Civil de 2000, coincidente con el 921.IV de la de 1881)⁽⁵⁴⁾.

II. NATURALEZA ECONÓMICA DE LOS INTERESES

Debido a la prohibición de los intereses por el Derecho canónico medieval, no será hasta fines del siglo XVIII, con TURGOT, cuando la doctrina económica se plantee su naturaleza, dando lugar entonces a la llamada *teoría de la fructificación*, tras la cual irán surgiendo sucesivamente otras soluciones dadas por los distintos autores, hasta llegar a las teorías contemporáneas de BÖHM-BAWERK y KEYNES, entre otros⁽⁵⁵⁾.

1. Teoría de la fructificación

Hacia la segunda mitad del siglo XVIII, el gran desarrollo del comercio y la banca hacen que ante el fenómeno de los intereses la doctrina económica se plantee la justificación de su licitud. En ese momento, TURGOT formula la denominada *teoría de la*

de intereses a los que se refiere: los tributarios— que “*los intereses de demora no tienen naturaleza sancionadora, sino exclusivamente compensatoria o reparadora del perjuicio causado por el retraso en el pago de la deuda (...). Más que una penalización en sentido estricto, son una especie de compensación específica, con arreglo a un módulo objetivo*”; posición que, sin embargo, se ha reiterado en la STC 237/1993, de 12 de julio.

(54) Tal carácter punitivo ha sido reconocido por la jurisprudencia: *cfr.*, entre otras muchas, SSTs de 10 de abril de 1990; 12 de marzo, 15 de abril y 4 de noviembre de 1991; 25 de febrero de 1992, 18 de marzo de 1993 y 20 de noviembre de 1995, que consideran que “*no son lo mismo los intereses moratorios propiamente dichos que contempla el art. 1108 del CC y los intereses que recoge el art. 921 de la LEC redactado por Ley de 6 de agosto de 1984, considerados como punitivos o sancionadores y que nacen ope legis sin necesidad de petición ni de expresa condena*”.

(55) Al respecto, *vid.* BECEÑA GONZÁLEZ, Francisco, *El interés del capital y la Ley Azcárate contra la usura*, Librería General de Victoriano Suárez, Madrid, s. f. (ca. 1915); BÖHM-BAWERK, Eugen von, *Capital and interest*, vol. I: *History and Critique of Interest Theories*, trad. al inglés de George D. HUNCKE y Hans F. SENNHOLZ, Ed. Libertarian Press, South Holland, 1959; PALOMO, Luis, *Ley contra la usura de 24 de julio de 1908*, Imprenta de A. Marzo, Madrid, 1908; y SABATER, *Préstamo con interés...*, *op. cit.*, pp. 82-99.

fructificación⁽⁵⁶⁾, en virtud de la cual, teniendo en cuenta que la tierra produce un ingreso perpetuo e independiente del trabajo de su propietario (renta), los intereses estarían basados en la posibilidad para el propietario de hacer fructificar su capital con el intercambio de éste por un terreno productor de una renta⁽⁵⁷⁾, de modo que —entiende TURGOT⁽⁵⁸⁾— “*cada capital en dinero, o cada suma de valor cualquiera que sea, es el equivalente a un trozo de terreno que produzca una renta igual a una fracción definida de aquella suma*”.

A quien presta su dinero con intereses la insolvencia de su deudor puede hacerle perder su capital, por lo que no se contentará con unos intereses iguales a la renta de la tierra que podría comprar con el mismo capital: los intereses del dinero colocado a préstamo deben, consecuentemente, ser mayores que la renta de una finca adquirida con el mismo capital, porque si el prestamista hubiera encontrado una finca en venta con una renta igual a los intereses preferiría esa forma de usar su capital⁽⁵⁹⁾. Sin embargo, para TURGOT, los intereses del dinero colocado a préstamo provienen siempre de la renta territorial: se toman o de la renta de las tierras o de los beneficios de las inversiones en la agricultura, industria o comercio, que a su vez son una parte del producto de las tierras⁽⁶⁰⁾. Por otra parte, el préstamo con intereses no sería “*sino una transacción comercial en la cual el Prestamista es un hombre que vende el uso de su dinero y el Prestatario un hombre que lo compra; exactamente como el Propietario de una finca y su Granjero venden y adquieren respectivamente el uso de un trozo de tierra que es arrendado*”⁽⁶¹⁾.

Esta teoría ha recibido el rechazo de BECEÑA⁽⁶²⁾, quien afirma que confunde el efecto con la causa, pues los intereses no serían el efecto de la posibilidad de comprar tierras que produzcan una renta sino la causa de esa posibilidad, y SIMONETTO⁽⁶³⁾ considera que del hecho de que una suma de dinero sea susceptible de ser cambiada por una cosa productiva no cabe entender que la propia suma de dinero sea una cosa productiva, ya que la especie originaria pasa en propiedad al receptor y se convierte en otra cosa diferente, diluyéndose.

⁽⁵⁶⁾ Denominación de BÖHM-BAWERK (*Capital and interest*, vol. I..., *op. cit.*, pp. 39-45).

⁽⁵⁷⁾ Recordemos que TURGOT, aun sin formar parte de la escuela de los *fisiócratas*, que ubicaban la riqueza en la tenencia de tierras, tiene grandes afinidades con ella (a veces se le ha calificado de *fisiócrata disidente*).

⁽⁵⁸⁾ TURGOT, Anne Robert Jacques, *Reflections on the formation and the distribution of riches* (1770), trad. al inglés de William J. ASHLEY, Augustus M. Kelley Publishers, Nueva York, 1971, pp. 50-51.

⁽⁵⁹⁾ TURGOT, *Reflections...*, *op. cit.*, p. 82.

⁽⁶⁰⁾ TURGOT, *Reflections...*, *op. cit.*, pp. 95-96.

⁽⁶¹⁾ *Op. cit.*, p. 65.

⁽⁶²⁾ BECEÑA, *El interés del capital...*, *op. cit.*, p. 12.

⁽⁶³⁾ SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, *op. cit.*, p. 18.

2. La posición de Adam SMITH

Adam SMITH, a la hora de explicar el origen del provecho que el empresario obtiene con el empleo de su capital, elabora dos tesis en cierto modo contradictorias.

De acuerdo con la primera de las explicaciones que da este autor, encuadrada dentro de la denominada *teoría del valor*, el provecho proviene de que el comprador deba, a fin de satisfacer las exigencias de ganancia de los capitalistas, pagar por la mercancía más de lo que vale el trabajo que se ha empleado en su producción (al que denomina “precio natural”). De esta forma, el origen de los intereses reside en el exceso del valor del producto sobre el valor creado por el trabajo invertido en ese producto, del “precio de mercado” sobre el “precio natural”⁽⁶⁴⁾, y los intereses del capital constituyen así una parte del beneficio que el prestatario cede al prestamista para obtener la disponibilidad de un capital que no posee. El tipo de interés es normalmente inferior a la tasa de beneficio y la diferencia entre ambos viene a constituir una prima de seguro que el prestamista paga para gozar así de un ingreso seguro y no aleatorio (como es el de los negocios), de modo que el prestatario en cierta medida es el asegurador del prestamista⁽⁶⁵⁾.

Según la segunda, enmarcada en la *teoría de la distribución*, en cambio, los intereses tendrían su origen en la retención que en su propio favor el capitalista hace sobre el precio del trabajo, de modo que los trabajadores, en lugar de recibir el valor que ellos mismos han producido con su trabajo, deben compartirlo con el capitalista. Según esta otra interpretación, los intereses provendrían de una retención efectuada sobre el valor producido por el trabajo⁽⁶⁶⁾.

Se observa así la contradicción existente entre ambas explicaciones, a la que antes nos referíamos, consistente en que, mientras la primera sostiene la existencia de un recargo (los intereses) que el comprador debe pagar por la mercancía, en la segunda, cuando la mercancía es el trabajo, no sólo no se afirma tal recargo sino que, al contrario, incluso se señala una retención del comprador (capitalista) sobre el vendedor (trabajador).

3. Teorías de la productividad

Con el incipiente desarrollo de la industrialización en la primera mitad del siglo XIX, comienza también a producirse una bipolarización de la sociedad en dos clases, la del capitalista, patrono o empresario, dueño del factor de producción “capital”, y la del

⁽⁶⁴⁾ Cfr. JAMES, Émile, *Historia del pensamiento económico*, 3.^a ed., reimpr., Ed. Aguilar, Madrid, 1974, p. 80.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. DENIS, Henri, *Historia del pensamiento económico*, Ed. Ariel, Barcelona, 1970, p. 166.

⁽⁶⁶⁾ Cfr. LANDRETH, Harry y COLANDER, David C., *Historia del pensamiento económico*, trad. de Luisa Elena RUIZ PULIDO, Compañía Editorial Continental, México, 1998, p. 91. Como ponen de manifiesto estos autores, esa posición abrió la puerta a la teoría de la explotación de la ganancia de MARX.

trabajador u obrero, dueño del factor de producción “trabajo”, que comenzarán a enfrentarse. El enfrentamiento entre estas dos clases sociales hará volver a plantearse la cuestión de la licitud de los intereses, para dar respuesta a la cual se formularán las teorías económicas que son conocidas como “teorías de la productividad”.

Este conjunto de teorías tienen en común partir de la concepción de que el capital no sólo sirve para la satisfacción inmediata de las necesidades, sino también para producir más bienes (*productividad física o técnica*) o para producir más valor (*productividad en valor*)⁽⁶⁷⁾. La productividad en valor puede a su vez suponer que con el capital se pueda producir una mayor cantidad de valor, o bien que se pueda producir un valor mayor que con el capital empleado en la producción. Ese mayor valor o *plusvalía* son los intereses, que son un producto o fruto resultante de la productividad del capital.

Entre las teorías de la productividad destacan la teoría de la productividad natural y la de la productividad motivada.

El principal representante de la *teoría de la productividad natural* (que afirma que el trabajo, la tierra y el capital aportan cada uno una contribución *natural* a la producción), Jean-Baptiste SAY, entiende que con el capital se obtienen unos servicios (trabajo), que producen productos con un valor que a su vez reemplaza el capital empleado inicialmente, y el beneficio (representado por los intereses) sería el precio de los “servicios productivos del capital”, determinado por la ley de la oferta y la demanda⁽⁶⁸⁾. Se pregunta SAY: si un capital no tuviera en sí mismo una facultad productiva independiente de la del trabajo que la ha creado, ¿cómo podría producir eternamente un ingreso independiente de la ganancia de la actividad industrial? En esta posición cabe incluir también a otros autores, como HIÓN, RICDEL, Wilhelm ROSCHER⁽⁶⁹⁾, KLEINWATCHER y Paul LEROY-BEAULIEU.

Para BECEÑA⁽⁷⁰⁾, el error de la tesis de SAY es entender que el aumento del valor de los productos deriva *exclusivamente* de la actuación del capital, incurriendo en un error análogo al de los economistas socialistas, que lo atribuyen sólo al factor trabajo, cuando lo relevante es la actuación del *conjunto* de los tres factores de la producción (capital, trabajo y materia), que además en realidad no hacen “*sino crear formas, aspectos, materias, en las que reside el valor, pero no dárselo*”: el valor de los productos viene de fuera, de la inadecuación entre la abundancia del bien de que se trate y la necesidad que haya de él.

Por su parte, la *teoría de la productividad motivada* de Lord LAUDERDALE entiende también que el origen de los intereses se halla en la fuerza productiva del

(67) Denominaciones de BÖHM-BAWERK, *Capital and interest*, vol. I..., *op. cit.*, pp. 74-76.

(68) Cfr. DENIS, *Historia...*, *op. cit.*, pp. 252-253.

(69) No obstante, este autor, fundador de la denominada *escuela histórica alemana*, critica la “ley de los mercados” de SAY y entiende que el ahorro sólo es verdaderamente fecundo si se desarrolla paralelamente a la demanda de bienes y servicios. Cfr. DENIS, *Historia...*, *op. cit.*, p. 384.

(70) BECEÑA, *El interés del capital...*, *op. cit.*, p. 19.

capital, pero considera necesaria la demostración de que el aumento de los productos genere un aumento del valor. Para ello, LAUDERDALE parte de entender que el origen de los intereses se halla en la cantidad de trabajo que se ahorra con el empleo del capital: con el capital se pueden adquirir máquinas, que aumentan la producción y sustituyen el trabajo de los obreros, por lo que también se economizan varios salarios y de este modo habrá más cantidad de producto y saldrá más barato. De esta forma, los intereses brutos consistirán en el importe de esos salarios ahorrados, pero los intereses netos o líquidos serán el valor total producido menos el importe del valor de la máquina.

BECENÑA⁽⁷¹⁾ también critica esta teoría: para él, LAUDERDALE confunde los intereses brutos con los netos. Por otra parte, si la causa de los intereses se halla en la productividad del capital, a medida que fuera más productivo el capital mayores deberían ser también los intereses, y en cambio sucede justamente al contrario: en la actualidad, con un determinado capital se pueden producir cada vez más productos y sin embargo los intereses por ese capital son más bajos, y aún menores en los países más desarrollados que en los que lo están menos. No debe confundirse aquí —señala BECENÑA—, como hace ROESLER, otro de los teóricos de la productividad⁽⁷²⁾, el valor del conjunto de la producción y el valor de cada producto considerado aisladamente: el valor de la unidad de producto baja, pero el total tiene mayor valor cuanto más productivo sea el capital, y precisamente debido a esa productividad. En similares errores incurren, según BECENÑA⁽⁷³⁾, otros autores encuadrables en esta teoría, como STRASBURGER y Friedrich WIESER (al que erróneamente llama *Wiesser*).

Las teorías de la productividad han tenido reflejo legislativo en los Códigos Civiles italiano y español. En cuanto al *Codice* italiano de 1942, SIMONETTO⁽⁷⁴⁾ pone de manifiesto que el tercer párrafo del artículo 820 incluye a los capitales entre las cosas fructíferas y contempla a los intereses como frutos civiles que se obtienen de la cosa como contrapartida por el disfrute que otros hacen de ella, el artículo 1282 considera los intereses como productos de los créditos pecuniarios y el 1652.2.⁹ menciona el capital como productor de intereses.

FUENTES LOJO⁽⁷⁵⁾ afirma lo mismo respecto al Código español: el artículo 355.III incluye entre los frutos civiles “*el importe de las rentas perpetuas, vitalicias u otras análogas*”, que, como vimos, es interpretado por doctrina y jurisprudencia en el sentido de considerar a los intereses como frutos civiles del capital.

(71) BECENÑA, *El interés del capital...*, op. cit., pp. 21-25.

(72) Este autor sostiene que la baja de los intereses del capital se debe precisamente al aumento de la productividad: hay un mayor número de productos y por ello un menor valor de éstos, y como el valor del capital depende del valor en uso del producto que con su empleo se obtiene y éste ha bajado, debe bajar también el del capital.

(73) BECENÑA, *El interés del capital...*, op. cit., pp. 23-25.

(74) SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, op. cit., p. 18.

(75) FUENTES LOJO, *Anotaciones...*, op. cit., p. 18.

4. Teoría de la utilización

Esta teoría, apuntada ya por SAY y desarrollada posteriormente por HERMANN, Carl MENGGER y William Stanley JEVONS, entiende que si el valor de un producto equivale a la suma de los valores de los medios que han concurrido en su producción, ese valor ha de ser superior al del capital, porque además de la sustancia de éste se emplean también sus utilidades, y de ahí nace la plusvalía o intereses del capital. De este modo, los intereses derivan de la necesidad de remunerar los servicios productivos del capital.

Esta formulación general es interpretada particularmente por cada uno de los autores encuadrables en esta teoría. Así, HERMANN señala que los intereses son la contraprestación al empresario por emplear su capital en la elaboración de un producto, no pudiendo utilizarlo mientras dura el proceso productivo y sacrificando de esta forma sus utilidades.

Para MENGGER y JEVONS (que siguen posiciones paralelas), el valor del producto determina el valor de los bienes empleados en su producción, de modo que los medios de producción que sólo sirven para producir cosas sin valor carecen de valor, y por ello toda teoría que ligue el valor de un bien a su coste de producción sería falsa⁽⁷⁶⁾. Por otra parte, como las utilidades del capital generalmente existen en cantidad limitada, constituyen por ello un bien económico, una entidad susceptible de considerarse independientemente del propio capital, cuya contraprestación viene constituida por los intereses del capital.

JEVONS llega a identificar el tipo de interés con la productividad marginal del capital. Entiende este autor que si el empleo del capital resulta productivo es porque permite diferir el disfrute del resultado del trabajo empleado en la producción, y el interés aportado por el capital habrá de ser proporcional al tiempo que transcurra entre el empleo del trabajo y el disfrute de su resultado. No obstante, las unidades de capital empleadas sucesivamente en una empresa van proporcionando un rendimiento decreciente, por lo que entiende que “*cada negocio deberá emplear capital hasta el punto en que éste tenga un rendimiento exactamente igual al interés corriente*”, de modo que el tipo de interés estará determinado por el rendimiento o productividad marginal del capital⁽⁷⁷⁾.

También la teoría de la utilización es criticada por BECEÑA⁽⁷⁸⁾, que considera que resucita viejas ideas ya criticadas por los canonistas y se basa en el error de distinguir entre la sustancia del capital y su uso o utilización, olvidando en cambio la distinción entre bienes permanentes (que dan sus prestaciones sucesivamente, sin des-

⁽⁷⁶⁾ Cfr. DENIS, *Historia...*, op. cit., p. 403. Así, JEVONS pone el ejemplo del pescador de perlas: si extrae piedras en lugar de perlas, ese trabajo no les dará un valor que no tienen, sino que, al contrario, el propio trabajo pierde todo valor; de este modo, el valor no proviene del trabajo ni del coste de producción (cfr. JAMES, *Historia...*, op. cit., p. 193).

⁽⁷⁷⁾ Cfr. DENIS, *Historia...*, op. cit., pp. 399-402.

⁽⁷⁸⁾ BECEÑA, *El interés del capital...*, op. cit., pp. 28-32.

truirse, durante un período más o menos largo) y bienes consumibles (que sólo pueden dar su utilidad una única vez, destruyéndose como tales bienes). Tratándose de capitales (bienes consumibles) no se puede distinguir entre el derecho de disponer del bien y el propio bien, a diferencia de los bienes raíces, que sí tienen un valor independiente de su utilización temporal (en los bienes permanentes, cada una de las utilidades tiene independencia económica). En la economía, el valor de un bien incluye el de todas sus utilizaciones presentes y futuras, de modo que si alguna de esas utilizaciones se enajenara o reservara disminuiría el valor del bien. De este modo, si el valor de un bien comprende el derecho a disponer perpetuamente del bien, debe entenderse comprendido igualmente el derecho a disponer de él sólo temporalmente, por lo que no cabe entender que el derecho a disponer temporalmente de un bien como cosa independiente de su valor sea la base de los intereses del capital.

5. Teoría de la abstinencia

En la teoría de la abstinencia deben ser incluidos, entre otros autores, Nassau William SENIOR y Alfred MARSHALL, que basan sus tesis en la abstinencia⁽⁷⁹⁾ o espera, de modo que los intereses serían el precio de ésta. Así, SENIOR justifica el interés y el beneficio como compensación de un sacrificio y como precio de los servicios que presta el capital⁽⁸⁰⁾.

MARSHALL distingue en el capital dos características fundamentales: supone una reserva para el futuro, de modo que al emplearlo el hombre sacrifica el presente al futuro —y por ello la oferta de capitales es limitada—, lo que denomina “prospectividad” (*prospectiveness*), y, como segunda característica, que con él la producción aumenta y se facilita, por lo que hay una demanda de capitales, lo que supone que el capital tiene “productividad” (*productiveness*). La tensión entre “prospectividad” y “productividad”, al existir una demanda de capital por la “productividad” y en cambio estar la oferta limitada por la “prospectividad”, hace que el uso del capital adquiera un precio, que son los intereses.

BÖHM-BAWERK⁽⁸¹⁾ señala en contra de esta teoría que contempla el bien futuro como de menor valor que el bien presente, considerado en el momento de emplearlo, por lo que entonces la abstinencia o espera no constituiría un sacrificio que hiciera aumentar el valor del bien, sino que haría disminuir su valor.

Por su parte, BECEÑA⁽⁸²⁾ le critica el que intente explicar los intereses sobre unos conceptos (espera, abstinencia) que no pueden producir nunca nada: su rendi-

(79) Para SENIOR, la abstinencia sería “la manera de obrar de una persona que se abstiene del uso improductivo de los materiales de que dispone, o que deliberadamente prefiere la producción de productos futuros a la de productos inmediatos”.

(80) Cfr. JAMES, *Historia...*, op. cit., p. 102; y LANDRETH y COLANDER, *Historia...*, op. cit., p. 151.

(81) Cit. por BECEÑA, *El interés del capital...*, op. cit., pp. 34-35.

(82) BECEÑA, *El interés del capital...*, op. cit., p. 35.

miento máximo consistiría en impedir que *lo creado* se destruya, pero sólo sobre la base de que, previamente, un acto positivo, una actuación, lo hubiera creado.

6. Teoría del uso o del goce

Esta teoría parte de unos postulados contrarios a los de las teorías de la productividad. Mientras que para los partidarios de las teorías de la productividad los intereses consisten en la retribución por los productos obtenidos del capital, para los seguidores de la teoría del uso o del goce (*Nutzungstheorie*)⁽⁸³⁾ serían la contraprestación debida por el uso o goce de una entidad concedida por un sujeto, llámese mutuante, acreditante, etc., a otro (mutuatario, acreditado...), con independencia de que éste obtenga o no por ello unos productos⁽⁸⁴⁾.

SIMONETTO⁽⁸⁵⁾ critica en esta teoría el que, en contra de lo mantenido por ella, jurídicamente las cosas entregadas pasan a ser propiedad de su actual detentador⁽⁸⁶⁾, y nadie puede ser constreñido a pagar por usar una cosa propia, y el que el disfrute realizado a través de un único acto de enajenación o consumo no puede ser duradero, un fenómeno llamado a prolongarse en el tiempo, como el uso de una casa o una máquina.

A fin de eludir ese obstáculo, los partidarios de la *Nutzungstheorie* construyen unos entes abstractos susceptibles de durar más allá de un único consumo y legitimadores de los intereses, haciendo referencia a la cantidad o suma, el incremento patrimonial o valor, el capital y el crédito. Así, el objeto de la entrega no sería ya el dinero como bien fungible y consumible, sino esas otras entidades no susceptibles de apropiación y no extinguidas por el acto del goce, que devengarían unos intereses. Sin embargo, ninguno de estos entes idealizados constituye para SIMONETTO un bien susceptible de goce continuado, pues su objeto es siempre el dinero, bien fungible cuya utilización se produce en un solo momento, tras el cual pasa a pertenecer al deudor, más allá de la relación contractual inicial.

Pero donde SIMONETTO encuentra su fallo principal es en centrar la justificación de los intereses en el uso o goce de los bienes entregados, en el cambio de su uso por los intereses, ignorando que al entregar el bien su dueño transmite además su propiedad.

(83) Entre los que cabe citar W. EUCKEN, WICKSELL y F.A. VON HAYEK.

(84) Para WICKSELL, habría que distinguir un *tipo efectivo de interés*, interés monetario tal como aparece cuando se presta dinero, y un *tipo natural de interés*, que es el rendimiento monetario que los empresarios *esperan obtener* de la inversión de los capitales tomados a préstamo; el origen del equilibrio monetario se hallaría en la igualdad de ambos tipos de interés, que provoca la igualdad entre ahorro e inversión y una estabilidad del nivel general de precios. Cfr: al respecto JAMES, *Historia...*, *op. cit.*, pp. 290-291.

(85) SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, *op. cit.*, pp. 20-31.

(86) *Sic*; *rectius* poseedor.

No obstante, como ya señalamos anteriormente, la influencia de la *Nutzungstheorie* es grande en el ámbito germánico, ya desde el *Allgemeines Landrecht für die preußischen Staaten* (ALR) de 1794 hasta el ABGB austriaco y el BGB alemán, que basan la construcción jurídica de los intereses sobre el concepto de *Nutzungen*.

7. Teorías del trabajo

Estas teorías parten de una premisa común, la de que los intereses del capital son el salario de un trabajo prestado por el capitalista, y se articulan en torno a tres grupos: inglés, francés y alemán, en función de cómo se contemple ese *trabajo* del capitalista.

El *grupo inglés*, cuyo principal representante es John Stuart MILL, considera a la ganancia del capital como el salario de un trabajo *mediato*: es la indemnización al capitalista por el trabajo realizado a través de otros bienes, como las máquinas, que son obtenidos a su vez a través de un trabajo directo o inmediato (el de quien los ha construido).

El *grupo francés*, donde destaca Jean Gustave COURCELLE SENEUIL, entiende que los intereses son el salario de un “trabajo de ahorro”, compensa un ahorro del poseedor del capital, ya que el ahorro, es decir, la acumulación y conservación del capital, supone un sacrificio (“trabajo”) de previsión y privación continuos, contrarias a la inclinación natural a la pereza y al goce, a cambio del cual es justo exigir una retribución o salario: los intereses.

Por su parte, para los autores del *grupo alemán*, principalmente Albert SCHAF-FLE, Adolf WAGNER y HOFFMANN, los intereses son el sueldo que el capitalista recibe por su función social, formando capitales y dirigiendo la producción. El capitalista presta un servicio a la sociedad, cumpliendo una función importante en la producción, ya que ésta no se desarrollaría sin capital, por lo que los intereses en realidad no serían más que la retribución o salario al capitalista por ese trabajo de utilidad pública.

También las teorías del trabajo son objeto de las críticas de BECEÑA⁽⁸⁷⁾: el grupo inglés no resuelve por qué el trabajo acumulado mediano haya de ser mejor remunerado que el inmediato (por el cual quien lo presta sólo recibe el salario); el francés no explica la desproporción entre el “trabajo” y los intereses, y éstos no se recibirían por el “trabajo” que su conservación supondría, sino porque se es propietario de un capital, y el grupo alemán no determina la relación de causalidad entre la utilidad social y los intereses ni explica su aumento y disminución.

8. Teoría del cambio o del lucro

La teoría del lucro (*Agiotheorie*) surge de la mano de BÖHM-BAWERK como reacción a la *Nutzungstheorie*, teniendo gran influencia en otros autores, como LAUNHARDT, Emil SAX, PATTEN, MACVANE, RICCA-SALERNO, MONTEMARTINI, CROCINI, A. GRAZIANI y BENINI.

(87) BECEÑA, *El interés del capital...*, op. cit., pp. 35-38.

Mientras en la *Nutzungstheorie* se entiende que existe un cambio entre los bienes y su utilización, en la teoría del lucro se cambian bienes actuales por bienes futuros, bienes por bienes, existiendo entre ambas masas de bienes tan sólo una diferencia cronológica, y los intereses se justifican a través del concepto de lucro, que es la diferencia de valor entre los bienes actuales y los bienes futuros: los bienes presentes poseen una prima, un *agio* (de ahí la denominación de la teoría), en comparación con los futuros, que puede medirse por el tipo de interés que los individuos deseen pagar por los fondos que les permitan comprar bienes presentes.

Para BÖHM-BAWERK ⁽⁸⁸⁾, los intereses se explican por el fenómeno de la subestimación del futuro: nacen como compensación del riesgo por un cambio de bienes de consumo presentes por bienes de consumo futuros, y ello sobre la base de tres argumentos:

- a) De tipo psicológico, si bien —debemos convenir con Puig Peña ⁽⁸⁹⁾— no muy aceptable: el hombre normal prefiere una satisfacción inmediata a una futura, de modo que sistemáticamente se subestiman los deseos futuros y los bienes que habrán de satisfacerlos.
- b) De tipo económico: en el presente, las necesidades son más acuciantes y los recursos menos importantes que los que se espera poseer en el futuro. Además, como el valor de los bienes depende de su utilidad marginal, y ésta decrece conforme se incrementa la cantidad de los bienes, entonces los bienes presentes valen más que los bienes futuros para los individuos que esperan un mayor flujo de ingresos y bienes en el futuro ⁽⁹⁰⁾.
- c) Los bienes presentes valen más que los futuros (los individuos “desprecian el futuro”), por razones tecnológicas, porque podemos utilizarlos inmediatamente en procesos productivos (así, mientras los dos primeros argumentos sólo se aplican en el mercado de préstamos a consumidores, éste se refiere al mercado de préstamos a productores). No obstante, como señala PUIG PEÑA ⁽⁹¹⁾, ello será en la medida en que los procesos productivos presentes se prevea que sean, en general, más rentables que los futuros.

⁽⁸⁸⁾ BÖHM-BAWERK, *Capital and interest*, vol. II: *Positive Theory of Capital*, trad. al inglés de George D. HUNCKE y Hans F. SENNHOLZ, Ed. Libertarian Press, South Holland, 1959, pp. 259-289. En el mismo sentido, AURIOLES MARTÍN, Adolfo J., *Créditos sindicados con interés variable*, Ed. PPU, Barcelona, 1987, p. 30, e YSÀS, *El contrato de préstamo...*, *op. cit.*, pp. 13-14.

⁽⁸⁹⁾ PUIG PEÑA, José, “Interés del dinero”, *NEJ*, tomo XIII, Ed. Francisco Seix, Barcelona, 1968, p. 218.

⁽⁹⁰⁾ *Cf.* LANDRETH y COLANDER, *Historia...*, *op. cit.*, p. 255.

⁽⁹¹⁾ PUIG PEÑA, “Interés del dinero”, *op. cit.*, p. 218.

Como consecuencia de tales argumentos, concluye BÖHM-BAWERK ⁽⁹²⁾ que los intereses del capital vienen explicados por el precio del tiempo: la preferencia de los bienes presentes sobre los bienes futuros, de modo que para convencer a los individuos para que consientan el retraso del consumo de un determinado volumen de bienes es necesario que se les prometa un mayor volumen de los mismos bienes en el futuro (y si los bienes son capital, la devolución de un capital incrementado —con los intereses—) ⁽⁹³⁾.

La diferencia de valor entre bienes actuales y futuros produce un lucro (la obtención de capital que se invierte en la producción posibilita retrasar el momento en que se demanda cierto volumen de bienes de consumo, lo que a su vez permite obtener bienes suplementarios y por tanto pueden pagarse ingresos suplementarios), y ese lucro son los intereses. Esa diferencia de valor entre las dos masas de bienes es en principio positiva, aunque puede darse el caso de que, debido a factores extraños al transcurso normal del negocio (así, por ejemplo, de producirse una desvalorización de la moneda prestada en un momento anterior a su pérdida de valor), se produzca una diferencia de valor negativa.

Para SIMONETTO ⁽⁹⁴⁾, la teoría del lucro es la más aceptada entre juristas ⁽⁹⁵⁾ y economistas, aunque no por ello deja de presentar algunos puntos débiles ⁽⁹⁶⁾. Así, para este autor, la idea de cambio sugiere una relación causal entre las dos prestaciones, de modo que una se realizaría para obtener la otra, cuando en los contratos de crédito nadie entrega una cantidad de dinero para obtener otra igual después de haber transcurrido cierto tiempo. El tiempo no es en sí “una cualidad susceptible de cambiar la especie a los fines de una diferenciación entre las dos masas intercambiadas” ⁽⁹⁷⁾, y por otra parte “es evidente que no es el hecho de obtener bienes efectivos lo que mueve al mutuante a contratar, sino que se resigna a recibirlos en el futuro, y ello lo hace con la finalidad de *obtener los intereses*” ⁽⁹⁸⁾.

De esta forma, SIMONETTO ⁽⁹⁹⁾ entiende que la *Agiotheorie* incurriría precisamente en el exceso contrario al de la *Nutzungstheorie*: mientras que ésta ignoraba la transmisión de la propiedad de las cosas entregadas en concepto de mutuo, en la teoría del lucro se atiende únicamente a esa transmisión, de modo que se contempla sólo “el

⁽⁹²⁾ BÖHM-BAWERK, *Capital and interest*, vol. II..., *op. cit.*, pp. 265 y 290.

⁽⁹³⁾ Cfr. DENIS, *Historia...*, *op. cit.*, p. 422.

⁽⁹⁴⁾ SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, *op. cit.*, pp. 37-43.

⁽⁹⁵⁾ Así, por ejemplo, a través de la influencia de POTHIER, una teoría análoga se recoge en el art. 1892 del *Code* francés.

⁽⁹⁶⁾ Vid. asimismo la crítica que desde la ciencia económica hacen LANDRETH y COLANDER, *Historia...*, *op. cit.*, pp. 256-258.

⁽⁹⁷⁾ Según SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, *op. cit.*, p. 38.

⁽⁹⁸⁾ SIMONETTO, *op. cit.*, p. 38; cursivas del original.

⁽⁹⁹⁾ SIMONETTO, *op. cit.*, p. 39.

tránsito de la propiedad y la individualidad de las cosas entregadas en relación con las restituidas”, haciendo del tiempo una cualidad de los bienes susceptible de cambiar la especie y prescindiendo del lapso intermedio, que tiene “*una función esencial en la economía del negocio y en la justificación de la contraprestación*”. De aceptar la fórmula general de intercambio de bienes presentes por bienes futuros para todo negocio de crédito, todos los negocios de crédito se reducirían a ese cambio, con una única causa y motivos distintos en función de cada negocio concreto, de modo que el depósito irregular, el cuasi usufructo y la prenda irregular podrían reducirse a un único esquema, sustancialmente el del mutuo⁽¹⁰⁰⁾.

9. La posición de SCHUMPETER

Enfrentado al conflicto entre *Agiotheorie* y *Nutzungstheorie*, Joseph Alois SCHUMPETER intenta conciliarlas, realizando una construcción ecléctica por la vía de tomar lo mejor de cada posición, que algunos denominan *teoría del interés dinámico*⁽¹⁰¹⁾. De este modo, entiende que debe distinguirse entre los préstamos de consumo, de las economías estáticas, y los préstamos de producción, que corresponden a economías dinámicas.

En los primeros, los intereses se justifican por la diferencia de valor entre los bienes actuales y los futuros, de modo que en los préstamos al consumo es aplicable la teoría del lucro o *Agiotheorie* para explicar la razón del devengo de unos intereses. En el préstamo a la producción, en cambio, el capital prestado será invertido en otros negocios que serán productivos a su vez, por lo que estos intereses (intereses de producción) tienen su origen en la ganancia de la empresa y son por naturaleza parte suya, y son susceptibles de ser explicados a través de la teoría del goce o *Nutzungstheorie*, que contempla todo el desarrollo del negocio, a diferencia de la teoría del lucro, que tiene en cuenta sólo el principio y el final del negocio, ignorando el período intermedio⁽¹⁰²⁾. SIMONETTO⁽¹⁰³⁾ critica esta diferenciación: podrá haber diferencia de tratamiento entre préstamo de consumo y de producción, pero la naturaleza del negocio debe ser única, con independencia del destino que se le dé al capital (el consumo o la producción).

10. Teorías contemporáneas

Siguiendo a PUIG PEÑA⁽¹⁰⁴⁾, podemos clasificar las teorías económicas contemporáneas sobre la naturaleza de los intereses en dos grandes grupos: el de las *teorías*

⁽¹⁰⁰⁾ En tal sentido, SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, op. cit., pp. 42-43.

⁽¹⁰¹⁾ Así, la voz “Zins” (sin indicación de autor) de la *Brockhaus Enzyklopädie*, tomo 24, 19.^a ed., Ed. Brockhaus, Mannheim, 1994, pp. 559-561.

⁽¹⁰²⁾ Cfr. SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, op. cit., pp. 53-54.

⁽¹⁰³⁾ SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, op. cit., p. 54.

⁽¹⁰⁴⁾ PUIG PEÑA, “Interés del dinero”, op. cit., p. 218.

“reales” o tradicionales, entre las que destacan las de MARSHALL, FISHER y BÖHM-BAWERK, y en general los partidarios de las teorías de la productividad, de la abstinencia y del lucro, y el de las *teorías monetarias*, entre las cuales pueden señalarse las de KEYNES y ROBERTSON.

A) Teorías “reales”

Para Alfred MARSHALL e Irving FISHER⁽¹⁰⁵⁾, la naturaleza de los intereses viene determinada por la teoría de la oferta y la demanda de capital, mientras que para otros autores de este grupo de teorías “reales”, los intereses se fundamentarían en la productividad natural del capital.

Para BÖHM-BAWERK, como hemos visto, los intereses del capital vienen explicados por la preferencia de los bienes presentes sobre los bienes futuros.

Para estas teorías *tradicionales*, los intereses son el producto del factor de producción “capital”, y por tanto el beneficio del capitalista, bien como propietario y poseedor de los bienes de capital, en los cuales ha invertido directamente el propio ahorro, bien como titular de un título de crédito, con cuya adquisición (inversión indirecta) ha permitido a otros procurarse los bienes de capital necesarios para la producción. Los intereses serían así un fenómeno “real” (en cuanto no monetario), viniendo determinado únicamente por las oportunidades de inversión que haya y por el deseo de ahorro de la sociedad.

B) Teorías monetarias

Para KEYNES⁽¹⁰⁶⁾, el tipo de interés depende de la oferta y la demanda de dinero en un momento determinado. El dinero no es una simple “unidad de cuenta”, es un artículo privilegiado, y ese privilegio viene dado por ser una entidad que presta tres clases de servicios: de transacción (al permitir la necesaria contribución de fondo para superar el intervalo entre la percepción del ingreso y la realización de gastos), de precaución (al permitir hacer frente adecuadamente a los riesgos de la existencia) y de especulación.

Ahorro e inversión no determinarían el tipo de interés, sino el nivel del gasto global de la sociedad y, por consiguiente, el nivel de equilibrio de la renta producida y de la ocupación. Al contrario que las teorías “reales”, KEYNES entiende que los intereses son un fenómeno típicamente monetario, que vendría determinado por la oferta y la demanda de dinero.

(105) Que presenta al interés como el “precio de la impaciencia”: los tipos de interés miden el precio que los individuos pagarán para recibir hoy un ingreso más que en el futuro. Cfr. LANDRETH y COLANDER, *Historia...*, op. cit., pp. 259-260.

(106) Vid. KEYNES, John Maynard, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, trad. de Eduardo HORNEDO, reimpr., Ed. Fondo de Cultura Económica, Madrid, 1981.

Según KEYNES⁽¹⁰⁷⁾, existe una relación entre el tipo de interés y el rendimiento-límite o eficiencia marginal del capital: ofrece ventajas para los industriales obtener dinero a crédito para aplicarlo a aumentar el ritmo de la producción de bienes mientras el tipo de interés se mantenga inferior al rendimiento-límite del capital, pero a medida que las inversiones de capital se intensifican, las mejores oportunidades de colocar el dinero se van cubriendo y el rendimiento-límite del capital disminuye. A cada tipo de interés corresponde una cierta actividad de las inversiones, y esa correlación entre el ritmo de las inversiones y el tipo de interés indica la curva del rendimiento-límite del capital, llamada a veces *curva de la demanda de ahorros* por considerarse que los fondos necesitados por los industriales para sus empresas proceden siempre de los ahorros de los particulares, cuya suma total disponible constituye la “oferta de ahorros”.

Conforme a las teorías clásicas, el tipo de interés resultaría de la intersección de las curvas de la oferta y la demanda de ahorros. Los intereses son el precio de los ahorros, y el total de ahorros y de inversiones realmente efectuados queda indicado por el punto de intersección de las curvas de la oferta y la demanda: si la oferta de ahorros es superior al total de las inversiones efectuadas, el tipo de interés desciende hasta que ahorros e inversiones se equilibren, y si es inferior la oferta de ahorros al conjunto de las inversiones el tipo de interés subirá, de modo que ahorros e inversiones se mantienen en una situación de equilibrio recíproco por medio de las variaciones en los tipos de interés.

Sin embargo, considera KEYNES⁽¹⁰⁸⁾ que este razonamiento de las teorías clásicas carecería de todo fundamento: el ahorro no podría dejar de ser igual a las inversiones, con independencia de cuál sea el tipo de interés, por lo que es un contrasentido decir que el tipo de interés obliga a ahorro e inversiones a recuperar la posición de igualdad y equilibrio.

La tesis clásica entiende que la curva de la oferta de ahorros es independiente de la curva de la demanda de ahorros (que coincide con la curva del rendimiento-límite del capital), de modo que, dado un tipo de interés determinado, el volumen de los ahorros sería independiente tanto del volumen de las inversiones como de la abundancia o escasez de los ingresos de los particulares. Para KEYNES⁽¹⁰⁹⁾, esa concepción es insostenible: cuando el volumen de las inversiones aumenta, los ingresos crecen inmediatamente, de modo que los ahorros aumentan en exactamente la misma cantidad que el volumen de las inversiones.

Para KEYNES⁽¹¹⁰⁾, los intereses son lo que pagan los particulares por el derecho a disponer del dinero que se les presta, el precio o retribución de los prestamistas por

(107) De acuerdo con LERNER, A.P., “La teoría general del Señor Keynes sobre el empleo, el interés y la moneda”, *Revista Internacional del Trabajo*, vol. 115, núms. 3-4, 1996, pp. 373-374.

(108) Cfr. LERNER, “La teoría general...”, *op. cit.*, p. 374.

(109) Como pone de manifiesto LERNER, “La teoría general...”, *op. cit.*, p. 374.

(110) Según LERNER, *op. cit.*, p. 375.

prestar el dinero a otras personas en vez de conservarlo en su poder, pero no el premio pagado al ahorro, pues se puede ahorrar sin tener que prestar a nadie el dinero ahorrado y sin recibir, por tanto, intereses, y se pueden conceder préstamos con el dinero que ya se poseía anteriormente, de modo que se percibirían unos intereses sin haber ahorrado. Así, la demanda se aplica en realidad al dinero que se posee en efectivo, mientras que la oferta sería la cantidad total de dinero existente. La demanda constituiría una “preferencia por la liquidez” (*liquidity preference*)⁽¹¹¹⁾, pues se preferiría el dinero en efectivo sobre toda otra forma de posesión de valores o bienes, y el punto de intersección de la curva de la *liquidity preference* con la curva de la oferta de capitales determina el tipo de interés: el tipo real de interés vendría determinado por la cantidad de dinero disponible y la preferencia por la liquidez⁽¹¹²⁾. Cuanto mayor sea el tipo de interés, más caro resultará (al ser mayor la suma de los intereses dejados de ganar) el poseer y guardar el dinero en efectivo y menos dispuestos estarán los particulares a hacerlo, y, a la inversa, si la cantidad de dinero disponible aumenta, el tipo de interés bajará hasta que los particulares consideren que deben retener el remanente de valores monetarios, viéndose incitados a ello por el propio descenso del tipo de interés; y a medida que el tipo de interés baje, aumentará la cantidad de dinero retenido, pues habrá muchas más personas que prefieran las ventajas y el sentimiento de seguridad que confiere la posesión de dinero en efectivo, y que pueden disfrutar a menor coste dados los menores intereses pagados.

La teoría de KEYNES desembocó en el análisis doctrinal de la fijación del tipo de interés sobre la base de los factores que puedan determinarlo, es decir, el tiempo, la fuente de donde se obtiene el dinero, el lugar, la clase del negocio (el tipo de interés es bajo en los negocios no especulativos o antiguos, en los que el riesgo es bajo; en cambio, será alto en los casos en que el capital se vaya a emplear en negocios especulativos, nuevos o de riesgo), la seguridad de que se va a cubrir el riesgo, el plazo, la existencia y entidad de las garantías y el éxito de las influencias económicas.

Para Dennis ROBERTSON, en cambio, los factores determinantes son: la preferencia temporal, la productividad marginal del capital (rendimiento que el sujeto espera obtener del empleo de un capital adicional), la “oferta de dinero” (debida a la política monetaria del banco emisor) y la llamada “preferencia de liquidez” (deseo de los sujetos de conservar en su poder dinero inmediatamente utilizable).

C) Doctrina actual

En la actualidad se sigue generalmente una posición intermedia entre las teorías reales y monetarias, entendiendo que el fenómeno de los intereses es “real” y monetario al tiempo.

(111) Cfr. KEYNES, *Teoría general...*, op. cit., pp. 165-173 y 193-208.

(112) Vid. KEYNES, op. cit., pp. 166-167.

La crítica de KEYNES —señala JOSSA⁽¹¹³⁾— ha servido, sin embargo, para poner de manifiesto la importancia de la demanda y la oferta de la moneda en la determinación del tipo de interés, especialmente su análisis de la “preferencia por la liquidez” y de los motivos de la elección de los individuos entre el dinero en efectivo y los títulos de crédito. La demanda de efectivo tiene gran importancia en la determinación de la cuantía del tipo de interés: manteniéndose fijo el deseo de ahorro de la sociedad, el aumento de la demanda de metálico, al producir la consiguiente reducción de la demanda de títulos de crédito, provoca una reducción de su precio y un incremento del tipo de interés ganado con ellos, esto es, el precio del crédito; el aumento del precio del crédito reduce el número de las oportunidades de inversión que podrían ser convenientemente disfrutadas y por tanto la producción de nuevos bienes de capital, y acrecienta así también la tasa de rendimiento de los bienes de capital producidos. La elección entre efectivo y títulos de crédito, determinada por la “preferencia por la liquidez” que señalaba KEYNES, es así ciertamente una de las causas fundamentales que regulan la cuantía del tipo de interés.

Igualmente, en la determinación de la cuantía del tipo de interés es esencial también la oferta de efectivo: todo aumento de la oferta de efectivo por parte del sistema bancario, incrementando el crédito concedido a los empresarios, permite el disfrute de una mayor cantidad de oportunidades de inversión, reduciendo así el tipo de interés.

De esta forma, tras KEYNES los intereses ya no se entienden como tipo de rendimiento del capital, sino como recompensa por el préstamo del dinero.

III. CONCLUSIONES

El dinero es un bien productivo, y el producto del capital viene constituido por los intereses, que jurídicamente se encuadran en la categoría de los frutos civiles. Por ello, como tales frutos, salvo que se hayan desvinculado obligación principal y obligación de intereses, el acreedor de la principal irá haciendo suyos los frutos por la denominada *accesión discreta*, lo que en el caso de los intereses se concreta en el nacimiento de un crédito sobre éstos.

También los intereses moratorios han de ser entendidos como frutos, ya que buscan equivaler al beneficio que la cantidad no restituida debidamente ha estado, durante el período de la mora, produciendo para el deudor, dejando de hacerlo para el acreedor, y que la productividad del capital —verdadera nota a tener en cuenta para la calificación de los intereses como frutos— se da también respecto de estos intereses.

La consideración de los intereses como frutos civiles supondrá que, en los casos en que se le reconoce a un poseedor la facultad de apropiarse de los frutos, habrá de entenderse que también estarán incluidos los intereses que en su caso se produzcan, y

(113) JOSSA, Bruno, “Interesse (Economia politica)”, *Novissimo Digesto Italiano*, tomo VIII, Ed. UTET, Turín, 1962, p. 838.

cuando se establezca un régimen de restitución de los frutos, se aplicará también en relación con los intereses.

Asimismo, será consecuencia de tal naturaleza que legalmente se presuman producidos con carácter diario. En cualquier caso, hemos de distinguir entre devengo y exigibilidad de la deuda de intereses: si se pactara el tiempo de pago de los intereses, no el de su devengo, devengo y exigibilidad normalmente no coincidirían, pero la convención sólo determinará la inexigibilidad de los intereses hasta la llegada del tiempo convenido para su pago, sin modificar la regla legal de devengo diario de éstos. En defecto de convención o usos al respecto, en cambio, el vencimiento de los intereses coincidirá con el momento del final de cada período de devengo de éstos, y, por tanto, el acreedor podría exigir el pago de los intereses con la periodicidad que se haya tomado como base para el cálculo de los intereses, o, en su defecto, con carácter diario. En todo caso, puesto que los frutos civiles se entienden producidos y percibidos día a día, no cabe la posibilidad de unos frutos civiles pendientes, y por tanto de unos intereses en situación de pendencia.

Determinados tipos de intereses pueden cumplir también otras funciones. Así, los intereses moratorios cumplen una labor de indemnización de daños y perjuicios en las deudas dinerarias, que en cualquier caso sería de mínimos, y asimismo pueden revestir también, en función de las características de cada caso concreto, un carácter sancionatorio, constituyendo verdaderas penas civiles, por lo que, de ser convencionales, serán susceptibles de moderación judicial. Igualmente, en los casos en que la cuantía de los intereses convencionales retributivos sea algo más elevada de lo común, esa sobrevaloración puede deberse a su empleo en una doble función: como retribución del capital prestado y como medio de compensación de la inflación o depreciación monetaria, por lo que en tales casos no será admisible su compatibilidad con una cláusula de estabilización que cubra la totalidad de la depreciación monetaria producida.

Desde el punto de vista económico, ha sido más discutida a lo largo de la historia la explicación a la existencia de los intereses. Dada la prohibición de los intereses por el Derecho canónico medieval, no será hasta fines del siglo XVIII cuando la doctrina económica se plantee su naturaleza, con la *teoría de la fructificación* de TURGOT, que entiende que los intereses estarían basados en la posibilidad para el propietario de hacer fructificar su capital con el intercambio de éste por un terreno productor de una renta. Posteriormente, han ido surgiendo diversas posiciones sobre la naturaleza de los intereses, destacando las dos tesis (en cierto modo contradictorias) de Adam SMITH, las teorías de la productividad, de la utilización, de la abstinencia, del goce, del trabajo y del lucro, y la ecléctica posición de SCHUMPETER, hasta las teorías “reales” y monetarias contemporáneas. En la actualidad se sigue generalmente una posición intermedia entre ambas, entendiendo que el fenómeno de los intereses es “real” y monetario al tiempo, si bien con una especial influencia de las teorías de KEYNES, de modo que desde éstas los intereses ya no se entienden como tipo de rendimiento del capital, sino como recompensa por el préstamo del dinero.

EL CONFIRMING EN EL DERECHO ARGENTINO

CARLOS MOLINA SANDOVAL

*Abogado y Doctor en Derecho y Ciencias Sociales
Universidad Nacional de Córdoba, República Argentina*

RESUMEN

El trabajo aborda el contrato de confirming en el derecho argentino. Se trata de un contrato muy novedoso y que — pese a no ser estrictamente bancario — podría englobarse dentro de las actividades que usualmente realizan las entidades bancarias. Se analizan las principales variantes conceptuales del contrato, como así también los principales aspectos de su correcto funcionamiento. El ensayo termina con la relación del proceso concursal y el contrato.

Palabras clave: contratación bancaria, financiación, servicio de pago a proveedores, insolvencia, estructura contractual.

ABSTRACT

This paper refers to the confirming contract in the Argentinian law. It is a very new agreement and, despite of not being a banking agreement, could be realized with the other activities which are usually done by banks. We analyse the main different types of contracts and other related aspects of its correct working. The essay finalizes with the relationship of the bankruptcy process and confirming.

Key words: banking contracts, financing, providers payment services, bankruptcy, legal structure.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. CARACTERIZACIÓN.
- III. RELACIONES JURÍDICAS.
- IV. DENOMINACIÓN.
- V. PARTES.
- VI. ESTRUCTURA CONTRACTUAL.
- VII. VENTAJAS DE LA UTILIZACIÓN DEL CONFIRMING EN LAS EMPRESAS.
- VIII. DIFERENCIA CON EL FACTORING.

IX. SERVICIOS INCLUIDOS EN EL *CONFIRMING*.

1. **Gestión de pago.**
2. **Financiación al cliente.**
3. **Financiación al tercero-acreedor.**

X. OBLIGACIONES DEL CLIENTE.

XI. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD DE *CONFIRMING*.

XII. INSTRUCCIONES ESPECIALES.

XIII. NATURALEZA.

XIV. DEBER DE CONFIDENCIALIDAD.

XV. NATURALEZA DE LA RELACIÓN ENTIDAD DE *CONFIRMING* Y PROVEEDOR.

XVI. DIFERENCIA ENTRE EL PAGO POR SUBROGACIÓN Y LA CESIÓN DE CRÉDITOS.

XVII. EL CONTRATO DE *CONFIRMING* Y LA INSOLVENCIA.

1. **La doctrina española.**
 2. **Efectos de la insolvencia sobre el contrato.**
 3. **Liquidaciones bancarias.**
 4. **Falencia de la entidad de *confirming*.**
 5. **Insolvencia del cliente.**
 6. **Insolvencia del proveedor.**
 7. **Vencimiento de las obligaciones.**
-

I. INTRODUCCIÓN

Como muchos contratos, el *confirming* tiene una función económica distinta⁽¹⁾ a otros contratos⁽²⁾ con características similares. Es claro que, desde sus primeros antecedentes, participa de muchos de los elementos de otros contratos (locación de servicios, gestión de pagos, cesión de créditos, *factoring*, etc.), pero tiene elementos que finalmente lo diferencian.

Básicamente el *confirming* (en sus diversas variantes) permite a empresarios utilizar o gozar de ciertos servicios (pago a proveedores) que permitan optimizar la gerencia financiera de la empresa y —a la par— muchas veces obtener esquemas de financiamiento o directamente financiar a sus proveedores.

(1) ROLIN, Serge, *El leasing*, trad. Tomás Pérez Ruiz, Madrid, Pirámide, 1974, p. 205

(2) CRÉMIEUX-ISRAEL, Daniele, *Leasing et crédit-bail mobiliers. Aspects juridiques comptables et fiscaux*, Dalloz-Sirey, 1975, p. 338.

Se trata, en consecuencia, de otra modalidad de servicios vinculados con la faz financiera de la empresa, que permite adaptarse, en cada caso concreto, a ciertas necesidades puntuales de ésta. Cada situación determinará la mejor forma de financiación, siempre teniendo en cuenta los mecanismos para cumplir las obligaciones y los esquemas que se pacten al efecto.

II. CARACTERIZACIÓN

El *confirming* (o servicio de pago a proveedores), según la doctrina, consiste en un servicio administrativo-financiero de gestión de pagos a proveedores que presta una entidad financiera (frecuentemente una entidad de *factoring*) a su cliente (firmante del contrato, comprador y deudor de operaciones) y al propio proveedor (acreedor) al que “confirma” el pago de sus créditos y ofrece eventualmente el anticipo del importe de éstos⁽³⁾.

También se ha dicho que con este término se define un servicio administrativo-financiero que presta una entidad de crédito a otra empresa (generalmente una empresa de distribución o comercialización) e indirectamente al conjunto de sus proveedores, al asumir aquélla la gestión y administración de los pagos que esta última ha de hacer a sus operadores⁽⁴⁾.

En una primera aproximación, GRIMALDOS GARCÍA⁽⁵⁾ define al contrato de *confirming* como aquel por el que un empresario encomienda a otro empresario especializado (entidad de *confirming*) el pago de sus deudas a proveedores, que deberán ser satisfechas por este último al vencimiento, salvo que acuerde con los acreedores (proveedores) de su cliente su pago anticipado.

Dentro del marco del comercio exterior, se ha señalado que el *confirming* consiste en el pago al contado, por parte de la empresa financiera al exportador, de las facturas por las exportaciones a crédito.

Podemos conceptualizar al contrato de *confirming* como un contrato atípico y de colaboración empresarial consistente en la “gestión de pago” a acreedores (usualmente

(3) PULIDO FERNÁNDEZ, Juan Ignacio, “El *confirming*”, *Boletín ICE Económico* (Información Comercial Española), núm. 2559, noviembre de 1997, p. 62; GARCÍA SÁNCHEZ, Isabel María, “El *confirming*, un producto financiero desde la óptica contable”, *Actualidad Financiera*, monografía núm. 4/1999, p. 71. En este último trabajo se analiza el *confirming* como un servicio financiero dirigido a garantizar el pago a los proveedores por parte de una entidad financiera, previa comunicación de la empresa deudora. Se aborda el producto desde la perspectiva financiera y contable, intentando reflejar pautas a seguir en su contabilización.

(4) GARCÍA SOLÉ, Fernando, *El confirming: una nueva técnica financiera*, La Ley, 1998-4, p. 1529.

(5) GRIMALDOS GARCÍA, María Isabel, “La gestión de tesorería empresarial: aproximación al significado jurídico del contrato de *confirming*”, *Revista de Derecho Mercantil*, Madrid, enero/marzo 2008, p. 63. Ver también un trabajo anterior de su autoría: GRIMALDOS GARCÍA, María Isabel, “El contrato de *confirming*”, *Revista Jurídica Región Murcia*, núm. 34, 2003, p. 81.

proveedores y prestadores de servicios) que brinda una entidad especializada (usualmente entidades financieras o de *factoring*) a su cliente (empresa) a cambio de una comisión que puede abarcar, en algunos casos, la financiación a su cliente-empresa (mediante el adelanto de los fondos y pago a los acreedores) y/o la financiación a los acreedores-proveedores (mediante el descuento de los documentos que los acreedores tienen contra el cliente-empresa).

La idea fuerza (y que tipifica económicamente el contrato) radica en la gestión (administrativa y financiera) del pago a los acreedores de una empresa (cliente) por parte de una entidad especializada; el “servicio de pago” de las facturas, títulos de créditos y otras deudas que el cliente tiene con terceros.

III. RELACIONES JURÍDICAS

Como puede verse, existen en esta forma contractual dos relaciones jurídicas diferentes, aun cuando interconectadas y con una única causa⁽⁶⁾.

La primera y principal se produce entre la entidad de *confirming* y el cliente deudor (en la que se produce la gestión del pago de las deudas en función de las órdenes emitidas por el cliente)⁽⁷⁾. Se trata de una relación necesaria, ya que, de no, existir esta “gestión de pago a proveedores”, no sólo no se configura el contrato de *confirming*, sino que tampoco pueden ser posibles otras variantes contractuales que puede incluir el *confirming* (esto es la financiación del cliente o del acreedor). También se suele llamar “*confirming simple*”, ya que sólo incluye la gestión de pago a proveedores.

A veces, incluso en la misma relación, el cliente puede obtener otros servicios administrativos y financieros, ya que puede adelantar o atrasar la fecha de pago sobre el vencimiento de las remesas de facturas comunicadas, obteniendo la colocación de sus excedentes de tesorería o la financiación de sus pagos, siempre mediante una comisión pactada⁽⁸⁾.

La segunda relación jurídica se funda justamente en la primera y se produce entre la entidad de *confirming* y el acreedor (usualmente proveedor del cliente) en la que se

⁽⁶⁾ CAPITANT, Henri, *De la causa de las obligaciones*, trad. y notas Eugenio Tarragato y Contreras, Góngora, Madrid, 1922, p. 91; DE CASTRO Y BRAVO, Federico, *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1971, p. 169; JOSSERAND, Louis, *Los móviles en los actos jurídicos de derecho privado. Teleología jurídica*, Trad. E. Sánchez Larios y J.M. Cajija, México DF, 1946, p. 139; GHESTIN, Jacques, *Traité de droit civil. Les obligations. Le contract*, J. Ghestin (dir.), Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, Paris, 1980, p. 555; SANTORO PASSARELLI, Francesco, *Doctrina general del diritto civile*, Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, Napoli, 1962, p. 170; PAOLINI, Elena, *La causa del contratto*, Cedam, Padova, 1999, p. 199; SCOGNAMIGLIO, Claudio, “Presupposizione e comune intenzione delle parti”, en *Revista di Diritto commerciale*, 1985-II, p. 135

⁽⁷⁾ MARTÍN PASCUAL, Clotilde, *Fiscalidad de las entidades e instrumentos de financiación de Pyme*, Madrid, Civitas, 2002, p. 269; BONET SÁNCHEZ, María Pilar, *Los contratos de factoring y confirming en el IVA*, Jurisprudencia Tributaria Aranzadi, Pamplona, 2005, punto 5.

⁽⁸⁾ BONET SÁNCHEZ, *Los contratos de factoring y confirming en el IVA*, cit., punto 5.

puede autorizar la financiación al acreedor (respecto de la deuda existente entre el cliente y el acreedor). En este caso, la entidad de *confirming* paga anticipadamente al acreedor de su cliente las sumas adecuadas, subrogándose en sus derechos (pudiendo o no asumir el riesgo de incobrabilidad).

IV. DENOMINACIÓN

La denominación de los institutos jurídicos es muy importante. El término “*confirming*” proviene de la lengua sajona (*to confirm*), que literalmente significa “confirmar”.

La denominación que se ha generalizado en la práctica es la de “contrato de *confirming*”, que deriva, naturalmente, de dicha raíz sajona. Incluso se ha señalado que el término *confirming* fue registrado como marca por Santander de *Factoring* SA ⁽⁹⁾ en el año 1993 ⁽¹⁰⁾ para distinguir de otros servicios como “servicios administrativos-financieros prestados a empresa en la gestión de pago a proveedores” ⁽¹¹⁾.

Sin embargo, en nuestro esquema continental europeo, poca relación tiene la traducción del término con la idea típica del contrato, pues no se trata de un “contrato de pagos confirmados” (o de “confirmación”) sino de servicios en la gestión de pagos a acreedores. Por ello, su mera traducción puede generar equívocos poco convenientes para la seguridad del tráfico.

La lógica en la utilización de término “*confirming*” radica no tanto en su significado puntual sino en su “faz operativa”, pues en la práctica se suele acordar con el cliente que éste “confirmará” a la entidad de *confirming* que está dispuesto a pagar ciertas acreencias. Por ello, una vez celebrado el contrato por un tiempo determinado, lo corriente y usual será la comunicación de confirmación (*confirming*) del pago de ciertos acreedores.

⁽⁹⁾ Hoy denominada Santander *Factoring* y *Confirming* (consultar el sitio web: <https://securere.santanderfactoring.es>).

⁽¹⁰⁾ Boletín de la Propiedad Industrial, I, 1 de mayo de 1993, p. 10282. Cfr. GRIMALDOS GARCÍA, *La gestión de tesorería empresarial: aproximación al significado jurídico del contrato de confirming* cit., p. 63; GARCÍA SOLÉ, *El confirming: una nueva técnica financiera* cit., p. 1529.

⁽¹¹⁾ Igualmente existen otras entidades que así lo denominan. En la página web del sitio de BBV *Factoring* (España) se señala que el *confirming* es un servicio dirigido a empresas que deseen simplificar sus procesos de pago a proveedores, eliminando trámites administrativos, comerciales y financieros asociados a sistemas tradicionales de pago como letras de cambio, recibos y cheques. Se agrega que sólo tiene que comunicarse los pagos que su empresa deba realizar y la fecha de vencimiento y se produce el pago a sus proveedores en las fechas pactadas, respetando valoración, orden de domiciliación y medio. Además, los proveedores también podrán obtener ventajas adicionales, ya que la entidad les ofrece la posibilidad de anticiparles el cobro de las facturas (sin recurso) en función de sus necesidades de tesorería.

Se señala también que esta práctica comercial fue introducida en Francia en 1958, donde recibió el nombre de “confirmación de pedido”⁽¹²⁾.

En la República Argentina existen algunos servicios similares prestados por entidades financieras, y principalmente de *factoring*, que lo denominan sin hacer una referencia expresa como “servicio de pago a proveedores”, pero en cierto modo respetando los lineamientos generales de este sistema.

No obstante lo dicho, es la denominación jurídica “*confirming*” la que se ha generalizado en todos los países de habla hispánica.

V. PARTES

En el contrato en cuestión intervienen sólo dos partes⁽¹³⁾, aun cuando existen ciertos terceros (proveedor, acreedores de las partes, etc.) que puedan tener interés especial en la gestión de pago. Por ello, las partes en el contrato de *confirming* son esencialmente la entidad o empresa de *confirming* y el cliente (empresa deudora).

Con respecto a este último, usualmente es una empresa con muchos proveedores o, incluso, acreedores. Para las empresas con pequeño número de proveedores o acreedores el *confirming* no tiene mayor utilidad, salvo en lo que se refiere a la financiación (si ésta recae sobre el acreedor).

El cliente típico del servicio de *confirming* es un gran comprador de bienes a diferentes proveedores, por ejemplo, una gran superficie o un gran centro comercial⁽¹⁴⁾. Incluso también es útil en aquellas empresas que —como política comercial— prefieren la diversificación de proveedores (a los efectos de licitar precios) o tienen como política financiera diferir el pago a proveedores.

La entidad de *confirming* no necesariamente debe ser una entidad financiera. No obstante, las entidades financieras no están exceptuados de prestar este tipo de servicios (de gestión de pago a proveedores). La Ley de Entidades Financieras número 21.526 (LEF), al regular las operaciones que pueden realizar las entidades que componen el sistema financiero, prescribe para todas ellas la posibilidad de “cumplir mandatos y comisiones conexos con sus operaciones”⁽¹⁵⁾. En cierto modo, todas las operaciones activas tienen como base el contrato de préstamo; las operaciones pasivas, el

(12) ROLIN, Serge, *El “factoring”*, Madrid, Pirámide, 1975, p. 35, cit. por FARINA, Juan M., *Contratos comerciales modernos*, Astrea, Buenos Aires, 2005, tomo 2, p. 129.

(13) Si se admite que los sujetos son elementos constitutivos de la obligación [GIORGIANI, M., *Corso di diritto civile. L'obbligazione: concetti generali-I soggetti (Lezioni)*, Bolonia, 1959] no se ve por qué no deberían serlo también del contrato y, por lo tanto, de su contenido (FERRI, Luigi, *Lecciones sobre el contrato. Curso de derecho civil*, pres., notas y edición al cuidado de Rómulo Morales Hervias y Leysser L. León, Ed. Grijley, Lima, 2004, p. 179).

(14) GARCÍA SOLÉ, *El confirming: una nueva técnica financiera*, cit., p. 1534.

(15) BARBIER, Eduardo Antonio, *Contratación bancaria*, Astrea, Buenos Aires, 2002, tomo 2, p. 443.

contrato de depósito, y las operaciones neutras o de servicios tienen como *substratum* el contrato de mandato o comisión (arts. 1869 del Código Civil y 221 del Código de Comercio)⁽¹⁶⁾.

Con relación a un proyecto de *factoring* para la República Argentina que elaboráramos con ALEGRÍA en el año 2004⁽¹⁷⁾ señalamos que existe una corriente actual amplia en materia de quiénes pueden ser parte en ciertos contratos de financiamiento (véase los casos del fideicomiso —Ley 24.441— o leasing —Ley 25.248—), y consideramos conveniente limitar la posibilidad de ser “factor” solamente a entidades financieras autorizadas para funcionar como tales y a las personas jurídicas que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) autorice a funcionar como sociedades de *factoring* (conforme a requisitos que deberá reglamentar al efecto). El fundamento de nuestra propuesta fue claro: la necesidad de contar con profesionales que posean parámetros incluso diferenciados del propio mercado bancario y el fuerte control que este tipo de entidades (sumado a la garantía) tienen en el mercado crediticio, lo que justificaba —desde otra óptica— las evidentes ventajas que presenta la regulación propuesta.

Más allá de la conveniencia *de lege ferenda*, lo cierto es que —en el estado actual de la legislación argentina— la actividad estricta de *confirming* no es actividad bancaria prohibida por la LEF y por ello puede ser desarrollada por cualquier persona física o jurídica capaz para ello.

En este sentido se ha señalado que la calidad de negocio financiero no está dada por las personas que intervienen, sino por la naturaleza de la prestación que se acuerda. La diferencia entre sociedades financieras y entidades financieras radica en que las primeras no se encuentran autorizadas para realizar “intermediación financiera” entre la oferta y la demanda pública de recursos financieros; por consiguiente, sólo pueden realizar operaciones financieras afectando recursos propios, ya que tienen vedado captar recursos de terceros⁽¹⁸⁾.

Adicionalmente, aparece el acreedor (proveedor) que tiene un crédito contra el cliente en el *confirming*. El acreedor no es parte necesaria del contrato de *confirming*, más allá que, naturalmente, es necesario que exista una relación jurídica vinculante (obligación) entre el cliente y su acreedor (proveedor). Sin acreencia a favor del proveedor, el contrato de *confirming* carece de sentido (más allá de que se trata de un contrato marco en el que el o los proveedores pueden aparecer con posterioridad).

(16) VILLEGAS, Carlos G., *Compendio jurídico, técnico y práctico de la actividad bancaria*, Depalma, Buenos Aires, 1985, tomo I, p. 572. Ver también: JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., “Mandato bancario”, *ED*, ejemplar del 26 de febrero de 2008, p. 1/4.

(17) ALEGRÍA, Héctor y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., “Bases y directrices para la regulación del *factoring* en la República Argentina”, publicado en *Revista de Derecho Privado y Comunitario 2005-3 (Contratos bancarios)*, Rubinzal-Culzoni, p. 335.

(18) BARREIRA DELFINO, Eduardo A., “Teoría general de la contratación bancaria”, *Revista de Derecho Privado y Comunitario 2005-3 (Contratos bancarios)*, Rubinzal-Culzoni, p. 34.

De todas formas, el proveedor puede ingresar en el negocio del *confirming* cuando obtiene financiación de la entidad de *confirming* mediante el descuento de documentos u otras formas de cesión (simple o en garantía, con o sin recurso).

Esta addenda contractual, si bien tiene cierta conexidad contractual con el contrato de *confirming* (pues lo que se negocia es el crédito cuyo pago se ha encomendado), no forma parte del *confirming* y, por ello, se regula por separado.

VI. ESTRUCTURA CONTRACTUAL

Básicamente la definición esgrimida incluye sus notas caracterizantes:

- (i) Incorpora a los dos sujetos del negocio jurídico, adelantando —en alguna forma— sus prestaciones principales o funciones esenciales (la entidad de *confirming* brinda un servicio de gestión y administración, el pago de los acreedores de sus clientes a cambio de una comisión pactada, y el cliente goza de las ventajas del objeto del contrato y paga la comisión).
- (ii) La entidad de *confirming* realiza el pago a los acreedores del cliente y cumple los detalles administrativos pactados al efecto.
- (iii) Eventualmente, se puede brindar un servicio de financiación al cliente o al tercero (proveedor), pactando —en su caso— las condiciones financieras correspondientes.

Un correcto tratamiento de la caracterización del *confirming* impone distinguir entre caracteres generales (esto es, comunes a todos los contratos) y aspectos especiales.

VII. VENTAJAS DE LA UTILIZACIÓN DEL *CONFIRMING* EN LAS EMPRESAS

En cierto modo, el *confirming* procura descomprimir las actividades administrativas de pagos a sus proveedores de la empresa (usualmente asumidas por la gerencia financiera, administrativa y a veces por la general) y darle mayor eficacia en el desarrollo financiero de esta actividad. Muchas veces la empresa no está lo suficientemente capacitada para desarrollar eficientemente las tareas de pago a sus proveedores, coordinando los tiempos, montos y fórmulas financieras necesarias.

La empresa sólo debe depositar la suma de dinero necesaria para pagar a sus acreedores en una cuenta bancaria de la empresa de *confirming*, sin importar las diversas cuentas, lugares o bancos que poseen sus proveedores.

Además de esta simplificación, se elimina el riesgo de transporte de efectivo y de envíos epistolares de cheques y cambiales (evitando también el manejo de efectivo en la propia empresa), encargando a la entidad de *confirming* a los fines de resolver la carga operativa que representa la administración de los pagos a terceros y/o proveedores.

Por ello, las principales ventajas que tiene esta forma contractual radican en la agilización del sistema de pago a proveedores, la reducción de los costos operativos (obvia consecuencia de la especialización y de la eficiencia de los procesos administrativos) y en facilitar la automatización de esta gestión administrativa y producir, naturalmente, la homogeneización de los procesos.

La reducción de costos operativos también coadyuva a la reducción de costos de la estructura, ya que no serán necesarios los recursos humanos y la infraestructura para ello (espacio físico, diversas cuentas bancarias, horarios y lugares de atención, etc.).

Muchas veces, es común que la empresa de *confirming* “en el marco del mismo negocio jurídico, oferte, tanto al empresario-cliente como a los acreedores (proveedores de éste), ‘servicios de financiación’. Éstos, de ser aceptados, facilitan y aseguran el pago —o el cobro— de las deudas dinerarias del primero frente a los segundos. Con la intervención de la entidad de *confirming* en la gestión de pagos se permite, tanto al cliente como a sus acreedores, flexibilizar el flujo de salidas y entradas de fondos con independencia de las condiciones temporales de cumplimiento fijadas en la relación jurídica subyacente de la que nació el crédito gestionado”⁽¹⁹⁾.

VIII. DIFERENCIA CON EL *FACTORING*

Si bien desde el punto de vista práctico (y también doctrinario) el contrato de *confirming* suele ser desarrollado de manera conjunta o complementaria con el contrato de *factoring*, debe señalarse que son contratos diferentes, aun cuando muchas veces pueden ser operados por operadores similares (incluso por factores o empresas de *factoring*).

Hemos entendido al contrato de *factoring* como aquel en virtud del cual el proveedor (cedente) cede o se obliga a ceder al factor (cesionario) una cartera de créditos determinables (existentes o futuros) con terceras personas (deudores cedidos), originados en su giro comercial ya sea con anterioridad a la fecha del contrato o durante un tiempo posterior expresamente convenido, asumiendo el factor la cobranza de los créditos cedidos, contra una comisión o contraprestación pactada⁽²⁰⁾.

⁽¹⁹⁾ GRIMALDOS GARCÍA, *La gestión de tesorería empresarial: aproximación al significado jurídico del contrato de confirming*, cit., p. 64.

⁽²⁰⁾ ALEGRÍA y MOLINA SANDOVAL, *Bases y directrices para la regulación del factoring en la República Argentina*, cit., p. 335.

Cabe señalar, también, que se ha señalado que es un contrato por el cual un empresario transmite los créditos comerciales de los que es titular frente a su clientela a otro empresario especializado (la sociedad de *factoring*), que se compromete a cambio a prestar una serie de servicios respecto de ellos. En concreto, los servicios prestados por la entidad de *factoring* pueden reducirse básicamente a tres categorías distintas que no siempre se presentan en la misma medida y que pueden ser objeto de combinaciones diversas en relación a cada crédito: puede así hablarse —de acuerdo con una clasificación tradicional y consagrada— de una función administrativa o de gestión, de una función de garantía y de una función de financiación (GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Contrato de factoring y cesión de créditos*, Civitas, Madrid, 1996, p. 41).

Por ello, se ha señalado —en forma gráfica y salvando las propias características— que “*el confirming es un contrato de factoring al revés*” agregando que, en el *factoring*, la entidad de crédito adquiere los créditos que frente a terceros tiene su cliente, de manera que pasa a ser su titular, pero en el *confirming* el cliente de la entidad de *confirming* es quien ostenta una posición de deudor de determinadas facturas y acude a la entidad no para cederles los créditos que surgen de su actividad mercantil, sino todo lo contrario, para canalizar a través de la entidad de *confirming* los pagos que ha de realizar a sus proveedores⁽²¹⁾.

Si bien en ambos contratos (*factoring* y *confirming*) se relacionan con la gestión administrativa de una cartera de créditos o deudas, el objeto del *factoring* es realizar la gestión de cobro (no de pago) de los créditos que el cliente (cedente) tiene con sus deudores mediante la cesión de crédito o incluso mediante mandato (*factoring* secreto) con o sin financiación (aun cuando en la práctica suelen ser con financiamiento). El objeto del *confirming* es realizar la gestión de pago (no de cobro) de las deudas que el cliente tiene con sus acreedores (usualmente proveedores) y que puede incluir no sólo financiación al cliente sino también al tercero (proveedor).

En el *factoring* la atención se focaliza sobre el lado izquierdo del balance (procurando liquidez en cuentas del activo, más allá de la contrapartida que puede tener el pasivo si el *factoring* se realiza con recurso); en el *confirming* la concentración está en el lado derecho del balance (pasivo), procurando una gestión de pago (aun cuando se produzca una salida de tesorería —que afecte el activo corriente— o con un adelanto de fondos —mutando la naturaleza de los pasivos—).

Por otro lado, desde el punto de vista del comercio exterior y poniendo sólo énfasis en la fax financiera, se ha señalado que algunos autores señalan cierta similitud entre el *confirming* y el *factoring*, pero estas dos figuras se diferencian en algunos puntos: mientras el *factoring* se basa esencialmente en una cesión de “facturas”, el *confirming* se funda en los documentos de expedición de la mercadería exportada. El *confirming* incide generalmente en la financiación de la exportación de bienes de equipo, mientras que el *factoring* incide más bien sobre la facturación de bienes de consumo o de servicios (esto no es una regla general, sino una distinción que los hechos tienden a ratificar). El *confirming* debe ser renovado en ocasión de cada nueva exportación, mientras que el *factoring* es un contrato “global” de duración⁽²²⁾.

IX. SERVICIOS INCLUIDOS EN EL *CONFIRMING*

En el marco del *confirming* se pueden incluir una serie de servicios que giran alrededor del objeto principal del *confirming*.

(21) GARCÍA SOLÉ, *El confirming: una nueva técnica financiera*, cit., p. 1529.

(22) FARINA, *Contratos comerciales modernos*, cit., tomo 2, p. 130.

1. Gestión de pago

Es quizás la actividad esencial del *confirming*. En este marco, la entidad especializada asume la administración de la gestión de pago a los proveedores y otros acreedores indicados por su cliente. El detalle de los pagos que la entidad de *confirming* debe realizar puede estar establecido en el propio contrato de *confirming*, aunque será usual que se haga referencia a la “confirmación” por el cliente luego de firmado.

Por ello, el cliente envía —por la modalidad pactada, que puede ser vía fax, mail, escrito o incluso verbal) el detalle de las facturas u otros documentos que la entidad de *confirming* debe pagar (acompañado —en ciertos casos— de la documentación respectiva). Incluso sería factible que la propia factura o título cambiario que se emita fije como domicilio de pago el de la entidad *confirming* o haga directamente remisión al encargo de la gestión de cobro a favor de la entidad.

Será la entidad de *confirming* la que deberá agendar la fecha de vencimiento de las facturas, librar los cheques o instrumentos respectivos a favor del proveedor, garantizando —dada su profesionalidad— que el pago será realizado en forma correcta (en cuanto a la identidad del acreedor y en cuanto al objeto del pago —principios de identidad, integridad, localización y puntualidad—). Señala GRECO que la observancia de los cuatro principios da como resultado un pago, realización de la conducta debida, cumplimiento de la prestación idéntica, íntegra, localizada y puntual. Calidad y magnitud de la prestación, en el lugar y tiempo debidos”⁽²³⁾.

El pago erróneo de las acreencias (sea por contravenir lo señalado por el cliente, no esperar la confirmación respectiva o incluso hacerlo a persona no autorizada por el acreedor) genera responsabilidad de la entidad de *confirming* si se configuran los presupuestos de la responsabilidad (fundamentalmente en orden al factor de atribución y el daño ocurrido).

2. Financiación al cliente

Si bien la financiación no es un elemento esencial del *confirming*, es común que se prevea. En cierto modo, no sólo procura una mayor comodidad para la empresa (que en caso contrario debería tener inmovilizados fondos afectados al pago de proveedores o acreedores corrientes), sino que permite sanear cualquier dificultad transitoria financiera, permitiendo el pago oportuno de los proveedores y acreedores.

El esquema de plazos, montos y garantías se pacta en forma previa y no es diferente al que se pacta en cualquier financiamiento empresario (teniendo en cuenta las específicas modalidades de esta operación).

3. Financiación al tercero-acreedor

Es quizás este servicio el que usualmente tiene especial interés para la entidad de *confirming* y una cierta relación con el *factoring* (aun desde un plano inverso).

(23) GRECO, R.E., “Objeto de pago”, *RDCO* núm. 21, 1971, p. 237.

Es usual que la entidad de *confirming*, una vez iniciada la gestión de pago a los acreedores de su cliente, envíe una comunicación informándole el mandato a cumplir, pero sin asumir expresa y personalmente el pago o reservándose el derecho de no pagar en los casos en que no haya financiación del cliente.

Se ha señalado que al servicio de gestión de pagos se adjunta una oferta a los acreedores (proveedores) de su cliente del “descuento” o “anticipo de pago” de los créditos que deben satisfacerles en cumplimiento de las órdenes de pago efectuadas por éste. Así pues, de ser aceptado este ofrecimiento, la entidad de *confirming* “anticipa” a los acreedores (proveedores) de su cliente el importe de los créditos cuyo pago ha sido previamente ordenado por éste (con la correspondiente deducción de intereses), permitiéndoles de tal forma obtener liquidez inmediata. De esta manera, los acreedores del cliente pueden realizar el valor de los créditos que ostentan contra el cliente a cambio del correspondiente “anticipo”. Este “anticipo” recae sobre un porcentaje del importe nominal del crédito transmitido, que puede variar en relación a cada uno de los acreedores (proveedores) del cliente, ya que su determinación se remite a lo estipulado con cada uno de ellos, aun cuando en ocasiones se pacta con el propio cliente de *confirming* ⁽²⁴⁾.

Y agrega: “Los acreedores (proveedores) obtienen así numerosas ventajas de este negocio: pueden obtener liquidez inmediata mediante la aceptación de la oferta de pago anticipado del crédito realizado por la entidad de *confirming* (adelantando, de tal forma, el cobro); al no tener que negociar documentos mercantiles se evita el coste desimpuesto sobre Actos Jurídicos Documentados (timbres); de aceptar el ‘descuento’ mejoran sus ratios de solvencia y liquidez, ya que éste se documenta como una cesión de créditos y, por tanto, se elimina del balance, y, por último, aumenta el poder de negociación con las entidades financieras de las que son clientes, ya que pueden dirigir la domiciliación de pago a la que deseen, lo cual implica para ellas un aumento del negocio. Además se les proporciona una ‘garantía’ de cobro de su crédito desde el momento en que la entidad de *confirming* les comunica que su deudor ha ordenado el pago de sus deudas (facturas), reduciendo así el riesgo de impagados. Al respecto hemos de aclarar que nos referimos a una garantía de tipo psicológico. Ciertamente se ha cuestionado la posibilidad de que la comunicación de la entidad de *confirming* al acreedor en el sentido de que su factura ha sido ‘confirmada’ constituyera una modalidad de aval ⁽²⁵⁾. Pero los clausulados utilizados por las entidades de crédito para el contrato de *confirming* manifiestan, de forma evidente, la falta de voluntad de la entidad de *confirming* de constituirse en garante de las deudas cuyo pago gestiona: repetidamente se señala que su intervención en la relación entre el empresario-cliente y el proveedor se realiza en calidad de ‘mero gestor de pagos’. Por otra parte, del examen de los modelos de escritos utilizados para comunicar a los proveedores el pago

(24) GRIMALDOS GARCÍA, *La gestión de tesorería empresarial: aproximación al significado jurídico del contrato de confirming*, cit., p. 66.

(25) PIÑEL LÓPEZ, Enrique, “Las nuevas formas de ‘descuento’ bancario”, en AA.VV., *Contratos bancarios*, Ed. Consejo General del Notariado, Madrid, 1996, p. 304.

de las facturas ‘confirmadas’ por el empresario-cliente tampoco cabe inferir voluntad expresa de las entidades de *confirming* de afianzar tal pago ni, en nuestra opinión, existe ambigüedad alguna en su redacción que permitiera a los proveedores confiar en ello. En estas cartas la entidad de *confirming* se limita a informar al proveedor de que, en nombre y por cuenta del empresario-cliente, procederá al pago de los créditos que el proveedor ostenta frente al mismo, indicándose además, en alguno de los modelos empleados, el carácter de ‘simple’ o ‘mero’ gestor de pagos de la entidad de *confirming*”⁽²⁶⁾.

X. OBLIGACIONES DEL CLIENTE

El cliente de la entidad de *confirming* se obliga, fundamentalmente, a retribuir el precio pactado y a asumir las obligaciones pagadas por la entidad. En la práctica, la retribución en materia bancaria se denomina “comisión”, y la fija la entidad en cada caso. No existe reglamentación del BCRA que determine los porcentajes de comisión, pudiendo surgir también de los usos y actividad del rubro.

En opinión de BARBIER⁽²⁷⁾ los usos financieros establecen el derecho de la entidad a su cobro por débito en la cuenta corriente del cliente, si tuviera fondos suficientes, aun cuando regularmente este derecho se pacta expresamente o por medio de autorización especial posterior.

Como pauta general de conducta se advierte que los actos ejecutados por la entidad de *confirming*, dentro de los límites del contrato y a nombre del cliente, obligan a este último en tanto son considerados como hechos ejecutados personalmente por él (art. 1946 del Código Civil).

El cliente, como titular del interés, debe poner la cooperación necesaria y posible para que el encargado (entidad de *confirming*) llegue al resultado querido por ambos.

Como una consecuencia de este afán común, se impone al cliente la obligación de suministrar a la entidad de *confirming*, en tiempo y forma, los medios necesarios para la ejecución del contrato.

De incumplirse esta obligación, la entidad de *confirming* puede justificar su fracaso en una conducta imputable al propio cliente (art. 1951 del Código Civil).

Resulta interesante destacar que la situación es diferente en la gestión de negocios ajenos, actuación espontánea, sin contrato, en la cual el gestor no es llamado ni acuerdo llevar adelante un negocio ajeno.

El cliente está obligado a liberar al mandatario de las obligaciones que hubiera contraído en su nombre, reembolsándole los gastos que hubiere realizado en ocasión de éste, tal como lo disponen los arts. 1948 y siguientes del Código Civil.

⁽²⁶⁾ GRIMALDOS GARCÍA, “La gestión de tesorería empresarial: aproximación al significado jurídico del contrato de *confirming*” cit., p. 68, con cita al pie de página de: de Eizaguirre Bermejo, José María, *Derecho de los Títulos Valores*, Civitas, Madrid, 2003, p. 120.

⁽²⁷⁾ BARBIER, *Contratación bancaria*, cit., tomo 2, p. 447.

XI. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD DE *CONFIRMING*

Resulta patente que las obligaciones de la entidad de *confirming* se circunscriben a cumplir el encargo, conforme a las instrucciones recibidas, pero enderezada a completar la operatoria principal (que es el pago de las facturas adeudadas).

Dada la generalidad que pueden alcanzar varios actos jurídicos para lograr el propósito perseguido en el pago encomendado, resulta más adecuado señalar que el deber de la entidad de *confirming* alcanza al cumplimiento de todos los actos cumplidos en la gestión y hasta la culminación de la operación de pago de que se trate.

La actuación de la entidad de *confirming* se caracteriza por la especialidad de la actividad financiera y la profesionalidad de que están investidas este tipo de entidades, por lo que deben aplicarse las reglas de diligencia establecidas en el art. 902 del Código Civil.

La entidad de *confirming* debe cumplir sus obligaciones con diligencia y perfección, por tratarse de actos o gestiones que realiza habitualmente y que constituyen el contenido de su actividad profesional.

De tal modo, una pauta sistematizadora que preside la actividad del mandatario es el ajuste de su obrar al principio de buena fe⁽²⁸⁾, dentro del cual se incluye el contrato de *confirming*.

Se pueden describir una serie de obligaciones, que formula de la siguiente manera⁽²⁹⁾:

- (i) Dar aviso inmediato al cliente de cualquier circunstancia sobreviniente que razonablemente aconseje apartarse de las instrucciones recibidas, requiriendo nuevas instrucciones o ratificación de las anteriores, y adoptar las medidas indispensables y urgentes (art. 1904 del Código Civil).
- (ii) Informar sin demora al cliente de todo conflicto de interés y de toda circunstancia que pueda motivar la modificación del contrato (art. 1908 del Código Civil).
- (iii) Mantener en reserva toda información que adquiera con motivo del contrato que, por su naturaleza o circunstancias, no esté destinada a ser divulgada.
- (iv) Dar aviso al cliente de toda diferencia de valores y ponerlo a disposición de aquél (art. 1909 del Código Civil).
- (v) Rendir cuenta de su gestión en las oportunidades convenidas o a la extinción del contrato (art. 1909 del Código Civil).

⁽²⁸⁾ FERREIRA RUBIO, Delia M., *La buena fe. El principio general en el derecho civil*, Montecorvo, Madrid, 1984; GREGORINI CLUSELLAS, Eduardo L., "La buena fe en la relación entre mandante y mandatario", *JA*, 1990-III, p. 837.

⁽²⁹⁾ BARBIER, *Contratación bancaria*, cit., tomo 2, p. 448.

- (vi) Informar en cualquier momento, a requerimiento del cliente, sobre la ejecución del contrato de *confirming*.
- (vii) Exhibir al cliente toda la documentación relacionada con la gestión encomendada y entregarle la que corresponda según las circunstancias (art. 1909 del Código Civil).

XII. INSTRUCCIONES ESPECIALES

El contrato de *confirming* (*rectius*: su instrumento) puede hacer alusiones a la necesidad de “confirmación” (de allí su denominación) o a otras “reglas” o “instrucciones” especiales; aun cuando las reglas o instrucciones no integren el cuerpo del contrato, naturalmente se consideran que éstas son parte integrante del aquél (art. 225 del Código de Comercio)⁽³⁰⁾.

Lo que se quiere evitar justamente, es que, para instruir a la entidad de *confirming* para distintos actos, se deban realizar otros contratos de *confirming* separados. En la práctica financiera, y siempre teniendo en cuenta la buena fe contractual⁽³¹⁾, las alternativas para instruir a la entidad de *confirming* que participará en la negociación y finalmente realizará el pago, podrían ser⁽³²⁾:

- (i) Que el propio instrumento señale, de manera detallada, el sentido de la negociación o, al menos, las líneas dentro de las cuales puede negociarse.
- (ii) Asimismo, puede el mismo instrumento remitir a lo señalado en un instructivo particular (v. gr., conforme instructivo de un determinado día). En este caso, el instructivo de ese día integrará el contrato y será especialmente obligatorio para la entidad de *confirming*, ya que deberá cumplir de manera adecuada con el encargo señalado.

Por su parte, el art. 225 del Código de Comercio (aplicable subsidiariamente) no señala qué “forma” deben tener las reglas o instrucciones especiales, con lo cual rige al principio de libertad de formas (art. 974 del Código Civil). No obstante ello, y atento al principio de accesoriedad de formas, sería menester cumplir con las mismas formalidades que se hayan cumplido para el contrato, salvo pacto en contrario.

⁽³⁰⁾ MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *El mandato societario*, LL, ejemplar del 20 de septiembre de 2006, p. 1.

⁽³¹⁾ NANNI, Luca, *La buona fede contrattuale*, Cedam, Padua, 1988.

⁽³²⁾ MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *El mandato societario. Retribución. Renuncia. Objeto. Obligaciones de las partes*, LL, ejemplar del 21 de noviembre de 2006, p. 1/9.

XIII. NATURALEZA

El tema de la naturaleza jurídica no es un tema menor, pues más allá del carácter *sui generis* del contrato y su libertad de formas⁽³³⁾, la posible aplicación subsidiaria de ciertas figuras permite un adecuado encuadramiento de la figura para los distintos ámbitos específicos (aspectos impositivos, concursales, etc.).

Paralelamente, la naturaleza jurídica del contrato no es uniforme sino que depende de los servicios que se hayan pactado. En efecto, cada uno de los servicios pactados responde, en cierto modo, a un esquema normativo distinto, y permite desarrollar una amplia gama de consecuencias relacionadas con el instituto efectivamente aplicable.

Es claro que el tema que menores inconvenientes trae aparejados es el que se relaciona con el servicio de gestión de pagos, ya que en este caso la entidad de *confirming* actúa en cierto modo como “mandatario” de su cliente.

En cierto modo, el mandato⁽³⁴⁾ se transforma en una herramienta fundamental a los fines de poder realizar la gestión de pago, ya que, según surge del art. 1869 del Código Civil, “el mandato como contrato tiene lugar cuando una parte da a otra el poder, que ésta acepta, para representarla al efecto de ejecutar en su nombre y de su cuenta un acto jurídico o una serie de actos de esta naturaleza”⁽³⁵⁾. El art. 221 del Código de Comercio, que regula el mandato comercial, tiene por objeto la administración de negocios mercantiles.

La entidad de *confirming* (cuando no hay financiamiento) actúa por cuenta y a nombre de otro, de manera tal que obliga directamente al mandante y representado. Ello se ratifica también en el carácter consensual del mandato.

El contrato de *confirming* debe respetar los arts. 1869, 1889 y 1891 del Código Civil, y por ello, el objeto debe ser determinado, sin que, en ningún caso, la pluralidad de actos conduzca a la indeterminación, extremo que se disipa si se enuncia de modo preciso cuál es la operación jurídica que se persigue con el mandato. El objeto también debe ser lícito y no referirse a un acto contrario a la moral y a las buenas costumbres.

A la luz de los arts. 1873, 1874, 1875 y 1876 del Código Civil, el mandato no está sujeto a formalidad alguna, ya que puede ser tácito, cuando un cliente deposita un cheque o valor al cobro y sólo llena una boleta de depósito. Normalmente, es expreso, y se formaliza mediante algún formulario que el cliente debe completar sobre las cláusulas impresas impuestas por el banco.

XIV. DEBER DE CONFIDENCIALIDAD

Si la entidad de *confirming* es un banco, sus actividades se encuentran reguladas en la LEF. Concretamente, el secreto bancario está regulado en los arts. 39 y 40 de la

(33) “La regla está representada por la libertad de forma. El contrato debe revestir una forma determinada sólo cuando así se prescriba en la ley” (FERRI, *Lecciones sobre el contrato*, cit., p. 119).

(34) MOSSET ITURRASPE, Jorge, *Mandatos*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1996.

(35) SALAS, Acdeel E., “La caracterización del mandato”, *JA*, Doctrina 72, p. 92.

LEF. Básicamente impone la obligación de no revelar las operaciones pasivas que se realicen y señala que el “personal” de las entidades financieras debe guardar absoluta reserva de las informaciones que lleguen a su conocimiento⁽³⁶⁾.

Conforme surge de la Exposición de la Ley 18.061 (antecedente de la LEF), el secreto financiero es, simultáneamente, un derecho y una obligación. *Razones institucionales* inclinan, en nuestro país, hacia la necesidad de una norma escrita. Desde el punto de vista económico, la obligación de secreto refuerza la confianza del público en las entidades financieras, cooperando en la obtención de un alto porcentaje de depósitos, un volumen sostenido de negocios y una afluencia vigorosa de capitales que, de otra manera, emigran hacia países donde gozan de ese tipo de seguridades. Desde el punto de vista jurídico, puede sostenerse que tiene raíz constitucional. En particular, guarda relación con la *garantía de inviolabilidad de la correspondencia epistolar y de los papeles privados*, y con el *principio de que nadie está obligado a declarar contra sí mismo*. La confidencia que lleva implícita la operación financiera tiene o puede tener *naturaleza íntima*. Y es bajo este aspecto donde *tiene protección de la libertad individual*⁽³⁷⁾.

El sentido de la garantía es guardar secreto de manera amplia, cualquiera sea la jerarquía del dependiente (“desde el cajero al gerente”) y que tal obligación se cumpla de manera rigurosa (ya que la LEF ha utilizado el término “absoluta”)⁽³⁸⁾.

El hecho de que la LEF aluda a personal no excluye el deber de reserva que deben observar ciertas personas íntimamente vinculadas con la entidad financiera.

Si bien usualmente el *confirming*, asimilable en algún aspecto al mandato bancario, es una “operación neutra”, se trata de un medio o instrumento para realizar otras operaciones que, en este caso, sí pueden ser pasivas o activas para el banco.

Pues bien, en este caso la entidad de *confirming* tiene las mismas obligaciones que el personal bancario.

Así se ha dicho que “la reserva de las informaciones que las entidades financieras reciban de sus clientes, constituye garantías a favor de éstos y de ella no pueden prevalecerse quienes realicen tareas que se vinculen con el manejo de dicho material, sea que lo hagan con o *sin relación de dependencia*. Ello es así, en principio, toda vez que se trata de una labor delegada a cuyo respecto median las mismas razones en orden

⁽³⁶⁾ LANÚS OCAMPO, María Cecilia, “*El secreto bancario*”, en *Bicentenario del Código de Comercio Francés* (coord. Alfredo Morles Hernández e Irene de Valera), Academia de Ciencias Políticas y Sociales, Caracas, 2008, p. 910.

⁽³⁷⁾ Así lo puso de relieve la CSJN: “La finalidad perseguida por el legislador, mediante la institución del secreto bancario, consiste en crear un marco adecuado para el desenvolvimiento de un sistema financiero apto, solvente y competitivo” (CSJN, 7 de octubre de 1980, “Banco de Londres y América del Sud c. Dirección Provincia de Rentas”, *ED*, tomo 92, p 702).

⁽³⁸⁾ MIGHETTI, Carlos M., “Peculiaridades inexploradas del secreto financiero”, en *Secreto financiero* (Vázquez Arzaquet y Miguetti), Depalma, Buenos Aires, 1999, p. 63.

a la inviolabilidad de documentos o de informaciones de terceros, que prestan sustento al precitado secreto con inequívoca base constitucional”⁽³⁹⁾.

Por ello, el secreto financiero, en este caso, puede asumir tres sentidos:

- (i) Del mandatario de una entidad financiera con relación a terceros, entendiendo que el mandatario no puede divulgar información que esté comprendida en el secreto bancario. Incluso si estuviera incluido dentro de las excepciones que plantea la LEF (solicitada por un tribunal en una causa, por el BCRA en ejercicio de sus funciones, los organismos recaudadores y las otras entidades, previa autorización del BCRA) parece prudente entender que debería solicitarse autorización a la entidad financiera mandante.
- (ii) De la entidad *confirming* respecto de su mandatario, cuando éste tuviera ciertos derechos en contra de la entidad financiera o se hubieran acreditado fondos en la cuenta del mandatario.
- (iii) E incluso cuando la propia entidad financiera fuera “mandataria” de un cliente, con relación a las actividades que realice en su nombre.

La rendición de cuentas que debe realizar la entidad de *confirming* (conforme lo señala el art. 1909 del Código Civil) no quebranta el deber de reserva si, naturalmente, es realizado por la entidad y se entrega al cliente. De todas formas, y atento a la especial naturaleza de la rendición de cuentas (en las que se hace un detalle de todas las operaciones realizadas) deberá asegurarse el banco o su mandatario que dicha rendición sea entregada efectivamente a su destinatario.

Si la entidad de *confirming* no es una entidad financiera naturalmente no se encuentra regulada por el secreto bancario. Pero, no obstante ello, tiene un deber de confidencialidad derivado no sólo de la naturaleza del servicio que brinda (deber accesorio de conducta) sino también de las normas que regulan ciertas actividades profesionales (v. gr., ciencias económicas, jurídicas, etc.) y de la Ley de Confidencialidad número 24.766.

Esta norma, en su art. 1, señala que las personas físicas o jurídicas podrán impedir que la información que esté legítimamente bajo su control se divulgue a terceros o sea adquirida o utilizada por terceros sin su consentimiento de manera contraria a los usos comerciales honestos, mientras dicha información reúna las siguientes condiciones: (a) Sea secreta en el sentido de que no sea, como cuerpo o en la configuración y reunión precisa de sus componentes, generalmente conocida ni fácilmente accesible para personas introducidas en los círculos en que normalmente se utiliza el tipo de información en cuestión; (b) Tenga un valor comercial por ser secreta y (c) Haya sido objeto de medidas razonables, en las circunstancias, para mantenerla secreta, tomadas por la persona que legítimamente la controla. Se considerará que es contrario a los usos comerciales honestos el incumplimiento de contratos, el abuso de confian-

(39) CFed. Cont. Adm., Sala III, “Argencard SA”, 29.481, ADLA, XXXVII-A-121.

za, la instigación a la infracción y adquisición de información no divulgada por terceros que supieran o no, por negligencia grave, que la adquisición implicaba tales prácticas.

XV. NATURALEZA DE LA RELACIÓN ENTIDAD DE *CONFIRMING* Y PROVEEDOR

Además del servicio de pago a proveedores, la entidad de *confirming* puede ofrecer financiamiento al proveedor, adelantando (pago de manera anticipada) sus créditos. En los contratos redactados se utilizan para este esquema diversas fórmulas⁽⁴⁰⁾, tales como “anticipar, en las condiciones que en cada caso se establezcan, el pago de determinados créditos que ostenten los proveedores”; “adelantar el cobro de cada una de las facturas comunicadas” o incluso “descontar y liquidar a los proveedores los créditos a cargo del cliente”. En otros, incluso, se hace alusión directamente a la “adquisición de la titularidad del crédito”, previa deducción de la tasa financiera.

Está claro que la naturaleza de la relación depende de lo que se haya pactado. Así, podría establecerse un sistema de financiamiento a proveedores estructurado sobre la “cesión del crédito”⁽⁴¹⁾ que el proveedor tiene sobre la empresa (cliente de la entidad de *confirming*) cumpliendo los requisitos previstos al efecto o, incluso mediante el pago por cuenta de tercero (aun en contra de la voluntad del acreedor).

De todas formas, existen autores que no consideran satisfactoria la estructura de la cesión de crédito⁽⁴²⁾ y entienden que una explicación satisfactoria se consigue entendiendo que, en efecto, hay transmisión de los créditos cuya satisfacción anticipa la entidad de *confirming*, pero no como consecuencia de una compraventa de créditos sino por subrogación, por el pago anticipado en nombre propio realizado por cuenta de su comitente; y ello determinará que junto con las acciones derivadas del crédito adquirido, la entidad de *confirming* posee las derivadas de la comisión en que el *confirming* consiste⁽⁴³⁾.

Es claro que en este punto, en definitiva, deberá estarse a lo efectivamente pactado por las partes y las responsabilidades que el proveedor mantenga por la insolvencia de su deudor cedido.

Debe recordarse que los efectos del pago de un tercero (entidad de *confirming*) del débito de un tercero (cliente) con el proveedor son distintos según haya obrado

(40) Seguimos las fórmulas transcritas por: GRIMALDOS GARCÍA, *La gestión de tesorería empresarial: aproximación al significado jurídico del contrato de confirming*, cit., p. 80.

(41) GARCÍA SÁNCHEZ, *El confirming, un producto financiero desde la óptica contable*, cit., p. 71.

(42) Ver, sobre las características del contrato de cesión de créditos: COMPAGNUCCI DE CASSO, Rubén H., *Cesión de créditos*, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2002.

(43) GRIMALDOS GARCÍA, *La gestión de tesorería empresarial: aproximación al significado jurídico del contrato de confirming*, cit., p. 80.

“con asentimiento del deudor” (art. 727 del Código Civil), “ignorándolo éste” (art. 727 del Código Civil) o “contra la voluntad del deudor” (art. 728 del Código Civil).

En este sentido se ha dicho⁽⁴⁴⁾ que si el pago es realizado por la entidad de *confirming*:

- (i) “con asentimiento del cliente (deudor)”, dispone de la acción de mandato y de subrogación en los derechos del acreedor. Según el art. 727 del Código Civil, el tercero que paga (léase, entidad de *confirming*) “puede pedir al deudor el valor de lo que hubiese dado en pago”. La situación de la entidad de *confirming*, cuando el deudor asiente su actuación, es la de un mandatario (nota al art. 727 del Código Civil)⁽⁴⁵⁾, si lo envió a pagar es un caso de mandato expreso (art. 1869 del Código Civil); si el deudor guardó silencio (o no lo impidió), la actuación de la entidad de *confirming* se encuadra en un supuesto de mandato tácito. El art. 1874 del Código Civil señala que el “mandato tácito” resulta no sólo de los hechos positivos del mandante, sino también de la inacción o silencio, o no impidiendo, pudiendo hacerlo, cuando sabe que alguien está haciendo algo en su nombre.

La entidad de *confirming*, como mandatario, tiene derecho a recuperar lo que invirtió en la ejecución del mandato (arts. 1948 y 1949 del Código Civil) con los intereses desde la fecha en que efectuó el desembolso (art. 1950 del Código Civil).

Pero, por otro lado, tiene a su favor la “subrogación legal” (art. 768, inc. 3 del Código Civil), mediante la cual se le traspasan “todos los derechos, acciones y garantías del antiguo acreedor” (art. 771 del Código Civil) “hasta la concurrencia de la suma que él ha desembolsado realmente” (art. 768, inc. 1 del Código Civil).

- (ii) “en ignorancia del cliente (deudor)”, dispone de la acción de gestión de negocios y de subrogación legal en los derechos del acreedor. En este caso, sólo tiene derecho a “los gastos que la gestión le hubiese ocasionado con los intereses desde el día que los hizo” (art. 2298 del Código Civil), pero siempre que hubieren sido útiles para la gestión, pues en caso contrario “sólo responderá de los gastos y deudas hasta la concurrencia de las ventajas que obtuvo al fin del negocio” (art. 2301 del Código Civil).
- (iii) “en contra de la voluntad del cliente (deudor)”, dispone sólo de la acción de enriquecimiento y carece de subrogación legal.

⁽⁴⁴⁾ Seguimos en lo sustancial a: ALTERINI, Atilio Aníbal, AMEAL, Óscar José y LÓPEZ CABANA, Roberto M., *Derecho de las obligaciones*, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 2.^a ed., 2003, p. 99.

⁽⁴⁵⁾ En la nota al art. 727 del Código Civil, el codificador, luego de citar las fuentes, señala textualmente: “que el jurisconsulto Moulon ha tratado extensamente del pago hecho por un tercero: discute todas las opiniones relativas a la materia, y sus resoluciones están perfectamente fundadas. Cuando el pago se hace con el consentimiento del deudor, hay contra él la acción de mandato. Cuando se hace ignorándolo, la acción *negotiorum gestorum*.”

Paralelamente, en caso de “pago anticipado” sólo tendrá derecho a ser reembolsado desde el día del vencimiento (art. 727 del Código Civil). De todas formas se ha señalado “que el tercero que por mandato expreso del deudor pagó una deuda que no estaba vencida no tiene por qué esperar a su vencimiento para ejercer las acciones contra aquél, porque el apuro del deudor en pagar por apoderado una deuda inexigible no es compatible con la demora en reembolsar al *solvens* mandatario lo que invirtió para pagar”⁽⁴⁶⁾.

El acreedor no tiene derecho a oponerse al pago por un tercero (art. 729 del Código Civil), salvo que se trate de una prestación personal o tenga “interés en que sea ejecutado por el propio deudor” (art. 730 del Código Civil).

Si el tercero paga a conciencia de ser tercero y no deudor, su pago es definitivo y por tal irrepetible. Inversamente, cabe la repetición si, por error, se consideró deudor y pagó creyendo estar sometido al deber jurídico de hacerlo (art. 784 y arg. art. 791, inc. 6 del Código Civil). La repetición del pago hecho por un tercero también procede cuando resulta efectuado sin causa, porque lo realizó “en consideración de una causa existente (al tiempo de pagar) pero que ha dejado de existir”⁽⁴⁷⁾.

Los efectos de la subrogación generan una alteración subjetiva de la obligación, por cuanto se extingue la obligación (ya que el acreedor es pagado totalmente), pero el deudor se mantiene obligado (por cuando el tercero ocupa la faz activa obligacional).

XVI. DIFERENCIA ENTRE EL PAGO POR SUBROGACIÓN Y LA CESIÓN DE CRÉDITOS

Se ha señalado que promedian varias diferencias entre el pago por subrogación y la cesión de créditos⁽⁴⁸⁾:

- (i) en la cesión de créditos hay —por lo general— una especulación, desde que el cesionario percibe su monto total, aunque haya pagado un monto menor para obtener la cesión (art. 1458 del Código Civil), en tanto que el tercero que se subroga en los derechos del acreedor sólo está facultado para recuperar lo que invirtió (y sin perjuicio de la subrogación legal);
- (ii) el cesionario está investido con las mismas acciones del cedente, mientras que el tercero que se subroga en los derechos del acreedor puede optar por elegir otras acciones (mandato o gestión de negocios) a que lo autoriza la ley;

⁽⁴⁶⁾ ALTERINI, AMEAL y LÓPEZ CABANA, *Derecho de las obligaciones*, cit., p. 99.

⁽⁴⁷⁾ ALTERINI, AMEAL y LÓPEZ CABANA, *Derecho de las obligaciones*, cit., p. 100.

⁽⁴⁸⁾ ALTERINI, AMEAL y LÓPEZ CABANA, *Derecho de las obligaciones*, cit., p. 572.

- (iii) la garantía de evicción propia de la cesión de créditos no rige en materia de pago con subrogación⁽⁴⁹⁾;
- (iv) en la cesión de créditos la voluntad del deudor (cedido) no integra el acto, en tanto en éste —en principio— es menester que el deudo no se haya opuesto a la realización del pago;
- (v) correlativamente, el acreedor tiene que dar su consentimiento para que haya cesión de créditos, mientras que tal consentimiento no es imprescindible para que se produzca el efecto subrogatorio del pago.

XVII. EL CONTRATO DE *CONFIRMING* Y LA INSOLVENCIA

1. La doctrina española

En el derecho español se ha señalado⁽⁵⁰⁾ que si la insolvencia del cliente final (cliente del *confirming*) se produce antes de la notificación a los deudores nos encontramos con una simple relación entre la entidad de crédito y su cliente, contemplado contractualmente. Así sólo existirá riesgo bancario cuando exista, además de la relación de *confirming*, una posición deudora del cliente.

El problema se plantea a partir de la notificación a los proveedores y según se encuentre en uno de los tres estadios posibles:

- (i) una vez notificado al proveedor que está administrando y gestionando un determinado pago por cuenta de su cliente;
- (ii) cuando el banco o entidad de *confirming* ha anticipado fondos al proveedor, pero el crédito aún no ha vencido;
- (iii) cuando efectivamente el crédito ha sido abonado directamente por la entidad de *confirming* al proveedor, a su vencimiento.

En el último caso (cuando el banco ha procedido al pago porque ha vencido la factura), la posición jurídica del proveedor que ha cobrado el crédito es inatacable y que no existe otra posibilidad para el banco que insinuarse en el procedimiento concursal por su derecho de crédito⁽⁵¹⁾.

En el segundo supuesto (cuando en virtud de una relación de anticipo de crédito el banco ha procedido a abonar al proveedor con anticipación al vencimiento del crédi-

(49) El art. 2155 del Código Civil señala que la evicción entre cesionarios y cedentes comprende la evicción de derechos dados en pago, remitidos o adjudicados y los créditos transmitidos en virtud de “subrogación legal”.

(50) GARCÍA SOLÉ, *El confirming: una nueva técnica financiera*, cit., p. 1531.

(51) GARCÍA SOLÉ, *El confirming: una nueva técnica financiera*, cit., p. 1531.

to), deberá revisarse cuál es la relación que une a la entidad de *confirming* con el proveedor. Si en esta relación ha existido una cesión de créditos “sin recurso” (es decir, el banco ha asumido la garantía de solvencia de su cliente final), estaremos ante una situación parecida a la anterior (el banco lo único que podrá hacer es insinuarse en el procedimiento concursal del cliente final). En otro caso, si efectivamente el banco o la entidad de crédito no ha garantizado la solvencia del deudor final (cesión “con recurso”), nos podríamos encontrar con que el banco podría repetir contra el proveedor al que ha anticipado el crédito en el caso de insolvencia del deudor final⁽⁵²⁾.

Por último, en el primer supuesto (esto es, cuando el banco se ha limitado a notificar a los distintos proveedores que tiene el encargo de proceder a abonar determinadas cantidades por cuenta del cliente, hay que concluir que generalmente el banco o entidad de *confirming* no garantiza el pago, sino exclusivamente comunica que va a proceder a gestionar y administrar los pagos de un tercero, aun cuando este tercero sea su propio cliente⁽⁵³⁾.

La situación es similar en el ordenamiento argentino, aun cuando teniendo en cuenta la complejidad del contrato en cuestión cabría diferenciar algunos dispositivos y efectos en función de la insolvencia (de los tres participantes del contrato, cliente, entidad de *confirming* y proveedor), si existió financiamiento (al cliente o al proveedor) y si la entidad de *confirming* asumió la insolvencia del cliente. Paralelamente, deberá analizarse el contrato marco genérico entre la entidad de *confirming* y el cliente.

2. Efectos de la insolvencia sobre el contrato

La primera pregunta a analizar se vincula con el tema de la insolvencia de la entidad de *confirming* y los efectos sobre este contrato.

En otra oportunidad nos hemos ocupado más adecuadamente del tema de la liquidación de entidades financieras o bancarias⁽⁵⁴⁾. En este punto sólo se analizará la influencia que tiene la insolvencia de la entidad de *confirming* (como mandatario del cliente) en el contrato.

El art. 147 de la LCQ señala que los contratos en los cuales la prestación pendiente del fallido fuera personal e irremplazable por cualquiera que puedan ofrecer los síndicos en su lugar, así como aquellos de ejecución continuada y los normativos, quedan resueltos por la quiebra⁽⁵⁵⁾. Los “contratos de mandato”, cuenta corriente, agencia y concesión o distribución quedan comprendidos en esta disposición.

⁽⁵²⁾ *Ibidem*.

⁽⁵³⁾ *Ibidem*.

⁽⁵⁴⁾ JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Crisis e insolvencia de entidades financieras*, Ed. Lexis-Nexis, Buenos Aires, 2008.

⁽⁵⁵⁾ HEREDIA, Pablo D., “Efectos del concurso preventivo y de la quiebra sobre los contratos de concesión comercial y de franquicia”, en *Derecho concursal* (dir.: Osvaldo Gómez Leo), Universidad Austral, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2002.

Vale decir que el contrato de mandato, sea el fallido mandatario o mandante, queda resuelto por la declaración de la quiebra. Esta resolución es procedente incluso en caso de continuación de la explotación (art. 144, inc. 3 de la LCQ). Como vimos, en el caso del *confirming* la naturaleza de la relación entre el cliente y la empresa de *confirming* es de mandato, razón por la cual se aplican las normas concursales respectivas por unanimidad.

En casos de extrema urgencia (art. 1969 del Código Civil), el mandatario deberá continuar los negocios comenzados que no admiten demora hasta que el juez resuelva la situación, “bajo pena de responder por el perjuicio que de su omisión resultare”; en este caso, debe señalarse que el mandatario (no fallido) deberá poner en inmediato conocimiento las cuestiones vinculadas con su mandato a los fines de poner a disposición del juez los bienes administrados o poner en conocimiento de ciertas circunstancias del caso⁽⁵⁶⁾.

Todos los actos realizados por el mandatario con posterioridad a la declaración de falencia de su mandante se consideran realizados por éste y, por ende, son inoponibles a los acreedores (arts. 88, inc. 5 y 109, 2.º párrafo de la LCQ), declaración que deberá efectuarse bajo la modalidad del art. 118 de la LCQ.

3. Liquidaciones bancarias

Hemos señalado que la entidad de *confirming* no necesariamente debe ser una entidad financiera. Pero, en el caso que lo fuera (y teniendo en cuenta que muchas entidades bancarias ofrecen este servicio financiero), cabe recordar que los sistemas liquidativos de las entidades financieras son variados y no han homogeneizado su régimen. Más allá del régimen de exclusión de activos y pasivos (art. 35 bis de la LEF), comprenden el régimen del cese de la actividad reglada (que sólo fue aplicable en una sola crisis bancaria, “Banco Mendoza”⁽⁵⁷⁾), la autoliquidación, la liquidación judicial (sin quiebra) y naturalmente la falencia bancaria.

Está descartado que, en caso de falencia, el art. 147 de la LCQ se aplica naturalmente. Ahora bien, la cuestión de la aplicación de la norma en la liquidación judicial y en la autoliquidación luce más dificultosa, debido a la escuálida regulación que la LEF contempla para estos supuestos.

Pensamos, y reconociendo que se trata de un tema discutible, que en el supuesto de la liquidación judicial (sin quiebra) de la entidad financiera, este contrato (al igual que el contrato de mandato) queda igualmente resuelto en los casos en que el banco sea mandante o mandatario, ya que se ha resuelto la revocación de la autorización para

⁽⁵⁶⁾ JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Ley de concursos y quiebras comentada*, Lexis-Nexis, Buenos Aires, 2003, tomo 2, p. 345.

⁽⁵⁷⁾ Juzg. Proc. Conc. y Reg. Mendoza núm. 3, 7.8.2000, “Banco Mendoza SA, p/cese de actividad reglada”, *ED*, ejemplar del 9 de noviembre de 2000, con nota de Truffat, E. Daniel, *Algún comentario sobre el fallo “Banco Mendoza SA”, p/cese de actividad reglada*.

funcionar y muchos de los preceptos concursales se aplican para garantizar una liquidación ordenada del proceso liquidativo.

En la autoliquidación la situación es distinta, pues la aplicación de normas societarias de la liquidación (arts. 101 y siguientes de la LSC) se torna más consistente.

4. Falencia de la entidad de *confirming*

Si la entidad de *confirming* no fuera una entidad financiera podrá igualmente acceder al concurso preventivo⁽⁵⁸⁾. En este caso la normativa a aplicar es el art. 20 de la LCQ⁽⁵⁹⁾, que establece que el deudor puede continuar con el cumplimiento de los contratos en curso de ejecución, cuando hubiere prestaciones recíprocas pendientes. Para ello debe requerir autorización del juez, quien resuelve previa vista al síndico. La continuación del contrato autoriza al cocontratante a exigir el cumplimiento de las prestaciones adeudadas a la fecha de presentación en concurso bajo apercibimiento de resolución. Las prestaciones que el tercero cumpla después de la presentación en concurso preventivo, y previo cumplimiento de lo dispuesto en este precepto, gozan del privilegio previsto por el artículo 240. La tradición simbólica anterior a la presentación no importa cumplimiento de la prestación a los fines de este artículo. Sin perjuicio de la aplicación del artículo 753 del Código Civil, el tercero puede resolver el contrato cuando no se le hubiere comunicado la decisión de continuarlo, luego de los treinta días de abierto el concurso. Debe notificar al deudor y al síndico⁽⁶⁰⁾.

Como puede verse, la quiebra de la entidad de *confirming* produce la resolución del contrato de *confirming*. En caso del concurso preventivo (en caso de que no sea una entidad financiera) se podrá continuar el contrato una vez que se cumpla con el procedimiento previsto en el art. 20 de la LCQ⁽⁶¹⁾.

En caso de que no exista financiamiento al cliente o al proveedor, por parte de la entidad de *confirming*, la lisa resolución no conlleva la aplicación de mayores efectos que la propia resolución del contrato o aplicación del art. 20 de la LCQ. Ahora bien, en

(58) JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., “¿Las entidades financieras pueden concursarse preventivamente?”, *ED*, junio de 2001; MOSSO, Guillermo G., “Acerca de la concursabilidad preventiva de las entidades financieras”, *II Congreso Iberoamericano de Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal*, Córdoba, 12, 13 y 14 de octubre de 2000, *Advocatus*, 2000, tomo III, p. 573. Ver también ciertos antecedentes: Juzg. 1.^º Inst. y 13.^º Nom. Civ. y Com., 23 de octubre de 2002, snt. 670, “Banco Suquía SA, s/concurso preventivo” (expte. 9, Letra B); Sup. Trib. Just. Entre Ríos, 9.11.04, “Banco de Entre Ríos SA, s/concurso preventivo”.

(59) JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., “Efectos del concurso preventivo. reflexiones a propósito del art. 20 de la LCQ”, *El Derecho*, ejemplar del 29 de octubre de 2003, p. 1.

(60) Ver el desarrollo en JUNYENT BAS y MOLINA SANDOVAL, *Ley de concursos y quiebras comentada*, cit., tomo 1, p. 137.

(61) RUBÍN, Miguel E., “Concurso preventivo: contratos con prestaciones recíprocas pendientes. Reforma de la ley 24.522”, *ED*, 168-1157/1164.

el supuesto contrario (esto es, se financió al cliente o al proveedor) la entidad de *confirming* sería siempre acreedor: del cliente (cuando le adelantó los fondos para realizar el pago) o del proveedor (cuando recibió la cesión del crédito o se subrogó en sus derechos). En ambos casos, será el liquidador (o síndico en su caso) el que deberá procurar el recupero de los fondos adelantados (“procurar el cobro de los créditos adeudados al fallido”, conforme lo señala el art. 182 de la LCQ) y requerirá autorización para transigir, otorgar quitas, esperas, novaciones o comprometer en árbitros. La demanda podrá deducirse y proseguirse sin necesidad de previo pago de impuestos o tasa de justicia.

Eventualmente, si el financiamiento dado al proveedor fuera “con recurso” el liquidador o síndico podrá demandar también al cliente en la medida del no adelanto de dichos fondos.

5. Insolvencia del cliente

Si la insolvencia fuera del cliente (empresa), los esquemas a aplicar dependerán de la naturaleza del proceso concursal y del financiamiento o no que realice la entidad de *confirming*.

Si el proveedor no ha recibido el pago de la entidad de *confirming* (o, mejor dicho, no se produjo la cesión o subrogación en cuestión) antes de la insolvencia del cliente, deberá recurrir al proceso de verificación de créditos con su factura. Luego de la insolvencia y aun cuando haya recibido fondos para ello, la entidad de *confirming* no podrá pagar el crédito al proveedor anterior a la declaración en quiebra o presentación en concurso preventivo, so riesgo de alterar la *par condicio creditorum* y que dicho pago sea considerado ineficaz (arts. 16, 1.^{er} párrafo, 17, 56, 88, inc. 5, etc., de la LCQ)⁽⁶²⁾.

Paralelamente, si no recibió los fondos para ello, el pago de la entidad de *confirming* que realice al proveedor se considerará una cesión de créditos o pago por subrogación, aplicándose la normativa respectiva. En este caso, la entidad de *confirming* deberá verificar su crédito en el concurso o quiebra del cliente (arts. 32 y 200 de la LCQ)⁽⁶³⁾. Debe recordarse que en la cesión de créditos (a diferencia de la subrogación) y en función del art. 1476 del Código Civil, el cedente (proveedor en este caso) responde de la existencia y legitimidad del crédito al tiempo de la cesión (a no ser que lo hubiese cedido como dudoso), pero no responde de la solvencia del deudor, a no ser que la insolvencia fuese anterior y pública. La publicidad edictal del concurso preven-

(62) JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Sistema de ineficacia concursal*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2002.

(63) MAFFÍA, Osvaldo J., *Verificación de créditos*, 4.^a ed., Depalma, 1999, p. 79; JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Verificación de créditos, fuero de atracción y otras cuestiones conexas*, Ley 24.522, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000; GARAGUSO, Horacio P., *Verificación de créditos*, Depalma, Buenos Aires, 1997.

tivo (art. 14, inc. 4, 27 y 28 de la LCQ)⁽⁶⁴⁾ o la quiebra (art. 89 de la LCQ) cumple con la naturaleza “pública” exigida por la norma.

De todas formas, existe la posibilidad de que la entidad de *confirming* procure el recupero también del proveedor (en el caso del *confirming* con recurso), ya que si bien el acuerdo homologado⁽⁶⁵⁾ importa la novación de todas las obligaciones de causa o título anterior, “no causa la extinción de las obligaciones del fiador ni de los codeudores solidarios” (art. 55 de la LCQ).

Ahora bien, es factible que la entidad de *confirming* realice el pago antes del vencimiento de la obligación que el proveedor tiene con el cliente. Este tema es sumamente delicado, a tenor de lo establecido por el art. 118, inc. 2 de la LCQ, ya que esta norma señala que son ineficaces de pleno derecho los actos realizados por el fallido en el período de sospecha que consistan en el “pago anticipado de deudas cuyo vencimiento según el título debía producirse en el día de la quiebra o con posterioridad”⁽⁶⁶⁾.

Por ello, dicho pago (si es realizado con fondos acompañados por el cliente o con el financiamiento de la entidad de *confirming*) podrá ser declarado ineficaz, aun cuando no existiera fraude o perjuicio.

6. Insolvencia del proveedor

En el caso de la quiebra del “proveedor” es evidente que la entidad de *confirming* (y el cliente) no puede realizar pagos al proveedor fallido, sino que deberá realizarlos directamente al síndico o, eventualmente, depositarlos a la orden del tribunal del proceso concursal. Debe recordarse que los pagos que el fallido recibiere son ineficaces (art. 109, 2.º párrafo de la LCQ) y, por ello, el síndico podrá reclamar nuevamente lo erróneamente pagado. Sólo el síndico es el que debe procurar el cobro de los créditos adeudados al proveedor en quiebra (art. 182 de la LCQ).

En este caso, y atento a que el proveedor sólo recibe el pago anticipado (pero no lo realiza) no será de aplicación el art. 118, inc. 2 de la LCQ, antes analizado.

La situación del concurso preventivo del proveedor es diferente, ya que el deudor (léase proveedor) mantiene la administración y disposición de sus bienes (art. 15 de la LCQ). Por ello, el proveedor podrá recibir pagos y eventualmente tiene plena legitimación procesal para iniciar procesos judiciales o arbitrales en contra de sus deudores.

(64) JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Falencias del régimen de edictos en el concurso preventivo en la ley 24.522*, Foro de Córdoba, Año XI, núm. 63 (2000), pp. 83 y ss.

(65) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Facultades homologatorias del juez concursal y “cram-down power” en la ley 25.589*, RDPC 2002-3 (Concursos - I), Rubinza-Culzoni, p. 103; RIBICHINI, Guillermo E., *El juez frente a la homologación del acuerdo*, LL, 1997-E-243.

(66) RIBICHINI, Guillermo E., *Inoponibilidad concursal por conocimiento del estado de cesación de pagos*, Ed. La Ley, 1999, p. 21; MIQUEL, Juan L., *Retroacción en la quiebra*, Depalma, Buenos Aires, 1984; GRILLO, Horacio A., *Período de sospecha en la ley de concursos*, Astrea, Buenos Aires, 1988; GARAGUSO, HORACIO P., *Ineficacia concursal*, Depalma, Buenos Aires, 1981.

7. Vencimiento de las obligaciones

Finalmente, debe señalarse que la quiebra del cliente (pero no la del proveedor ni la de la entidad de *confirming*) produce el vencimiento de todas sus obligaciones tanto en el concurso preventivo (a tenor de la aplicación del art. 753 del Código Civil mencionada implícitamente en el art. 20 de la LCQ⁽⁶⁷⁾) como en la quiebra (art. 128 de la LCQ).

⁽⁶⁷⁾ Compulsar en GRANADOS, Ernesto, *La exigibilidad de los privilegios en el derecho concursal*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2003, pp. 57 y ss.

JURISPRUDENCIA

DE LA RESPONSABILIDAD DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

*(Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de mayo de 2008,
núm. de recurso 7953/2003) ⁽¹⁾*

MERCEDES FUERTES

*Catedrática de Derecho Administrativo
Universidad de León*

RESUMEN

La desmedida expansión del régimen de responsabilidad patrimonial de las Administraciones públicas ha provocado que se dirijan también los focos de la atención hacia los organismos supervisores para preguntar por su actuación en casos de escándalos financieros. Al hilo de la sentencia del Tribunal Supremo de 16 de mayo de 2008, atiende la autora a los presupuestos de responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Palabras clave: *Comisión Nacional del Mercado de Valores, responsabilidad patrimonial.*

ABSTRACT

Following the Supreme Court judgement of May 16, 2008, the author looks to the budgets of the liability of the National Securities Market Commission.

Keywords: *National Securities Market Commission, liability, responsibility.*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—El presente recurso de casación versa sobre una reclamación de responsabili-

dad patrimonial por omisión o inactividad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), que los recurrentes cifran en 490.130.990 pesetas, más los corres-

⁽¹⁾ Ponente: Excmo. Sr. Luis María Díez-Pienzo Giménez.

pondientes intereses. Dicha reclamación fue desestimada en vía administrativa por resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de febrero de 1999. El recurso Contencioso-Administrativo interpuesto contra dicha resolución fue desestimado por la sentencia de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sección 6.ª) de la Audiencia Nacional de 13 de marzo de 2003 (PROV 2006, 282215), que es ahora recurrida en casación. Los hechos que la sentencia impugnada tiene por probados son literalmente los siguientes:

“Es objeto de impugnación en autos la Resolución del Ministro de Economía y Hacienda de fecha 10 de febrero de 1999 relativa a responsabilidad patrimonial del Estado.

Los hechos que han dado origen a este recurso, resultando acreditados en el expediente administrativo y no discutidos por las partes, son, en esencia y en lo que interesa, los que siguen:

A) Como consecuencia de la visita de inspección ordinaria girada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la Agencia de Valores AVA AV, SA en septiembre de 1996, se detectaron determinadas irregularidades formales y contables cuya subsanación fue exigida por dicha comisión en escrito de 27 de enero de 1997. Igualmente, al haberse detectado que determinados valores adquiridos por la Agencia para clientes estaban depositados a nombre de la propia Agencia como titular fiduciario por cuenta de terceros en cuentas ómnibus en diversas entidades depositarias, se instó su registro en las entidades depositarias y cámaras a nombre de los clientes.

B) En mayo de 1997 se recibió por la CNMV el informe de Auditoría independiente correspondiente al ejercicio de 1996, que incorporaba una opinión ‘limpia’. El informe especial realizado en virtud de la norma cuarta de la Circular 9/1989 de la CNMV, coincidía con el anterior, si bien relativiza su precisión “folios 273 y 274 del expediente” en atención a la limitación que supone el examen contable.

C) El día 29 de julio de 1997, tras varios recordatorios por CNMV, se informa por AVA haber celebrado un contrato con Midland Bank el 9 de julio de 1997 asumiendo por la entidad

las funciones de depositaria de los títulos valores. El 13 de octubre de 1997 se inicia una nueva inspección, de carácter extraordinario, por la CNMV para verificar la corrección de las irregularidades detectadas. En tal inspección se detectaron dificultades de la entidad AVA para informar sobre la cartera agregada de los clientes y documentación de los depósitos emitidos, no obstante quedó comprobado que se estaba siguiendo el procedimiento de traspaso a cuentas individualizadas de clientes la mayor parte de los valores adquiridos por la Agencia para éstos, excepto los valores adquiridos mediante financiación de la entidad SIBIL. Posteriormente, el 25 de noviembre de 1997, quedó establecido que respecto de los valores adquiridos para clientes con financiación de SIBIL, ésta los adquiriría a su vez con mayor financiación a determinados Bancos proveedores, por lo que pesaba sobre ellos una prenda a favor de tales Bancos. Como consecuencia de ello, se solicitó por la CNMV un memorándum sobre la situación de los valores en cuestión, que se recibió el 9 de diciembre de 1997, de cuyo examen se concluyó que los valores financiados por SIBIL y adquiridos por AVA podrían soportar una prenda preexistente, sin que tal circunstancia constase en la documentación obtenida en las distintas inspecciones.

Como consecuencia de ello la CNMV instó a AVA para que informase amplia y lealmente a sus clientes sobre la situación jurídica de los valores, si bien tal requerimiento no fue atendido.

D) El 17 de febrero de 1998 se confirma a la CNMV que SIBIL se encuentra en crisis patrimonial debido a un déficit patrimonial descubierto en el Banco argentino MEDEFIN, filial de SIBIL. Con fecha de 18 de febrero la CNMV acordó: a) remisión a la fiscalía de la documentación obrante en autos, b) incoar expediente sancionador, y c) iniciar los trámites de intervención de AVA.

El 25 de febrero de 1998 se admitió a trámite la solicitud de AVA de suspensión de pagos”.

La pérdida patrimonial sufrida por los recurrentes consistió, así, en que los valores que AVA había adquirido para ellos se hallaban pignorados, por lo que no pudieron entrar en la masa de la suspensión de pagos de la citada entidad.

Segundo.—Los recurrentes hacen una petición de integración de hechos, al amparo del art. 88.3 de la LJCA (RCL 1998, 1741). Es verdad que esta petición no se recoge en el suplico del escrito de formalización del recurso de casación, pero se formula claramente en el cuerpo de ese mismo escrito. Los hechos que se pretende integrar son los reflejados en varios documentos que obran en el expediente administrativo: escrito de la CNMV de 27 de enero de 1997, informe de auditoría correspondiente al ejercicio 1996, actuaciones de la CNMV posteriores al requerimiento de 27 de enero de 1997, actuaciones de la CNMV relativas a la intervención y apertura de expediente sancionador. Se pretende, además, que se integren los hechos declarados probados en la STS de 5 de septiembre de 2001 (RJ 2001, 8580), confirmatoria de la resolución administrativa por la que se revocó la autorización como agencia de valores de AVA.

Esta petición de integración de hechos es improcedente y debe ser desestimada. Por lo que se refiere a todo lo reflejado en documentos recogidos en el expediente administrativo, no se trata de hechos omitidos por la sentencia impugnada. A tales documentos se hace referencia en la declaración de hechos probados y, precisamente por ello, fueron tenidos en cuenta por el tribunal *a quo*, sin que pueda entenderse lo contrario por la sola circunstancia de que no se citan de forma detallada. Y en cuanto a la mencionada STS de 5 de septiembre de 2001 (RJ 2001, 8580), no es un hecho “justificado según las actuaciones” en el sentido del art. 88.3 de la LJCA (RCL 1998, 1741).

Dicho lo anterior, hay que añadir que nada de lo que los recurrentes pretenden que se integre aporta datos nuevos y relevantes para la solución del litigio. Sólo se trata, en el fondo, del intento de hacer una narración más detallada de las irregularidades cometidas por AVA, las cuales, como queda dicho, eran perfectamente conocidas por el tribunal *a quo*.

Tercero.—Entrando ya en el fondo de este recurso de casación, los motivos primero a cuarto invocan infracción respectivamente de los arts. 99.q), 99.e), 99.l), y 100.n) y m) de la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781) (en adelante, LMV). Estos cuatro moti-

vos deben ser rechazados. Dichos preceptos se limitan a tipificar como infracciones, muy graves o graves, determinadas conductas de las personas y entidades sometidas a la LMV. No puede decirse, así, que sean normas que imponen un deber jurídico a la CNMV. Más bien, en cuanto normas que configuran ciertos ilícitos sancionables por la Administración, son normas que imponen un deber jurídico —o, por decirlo con más precisión, una prohibición— a los particulares que operan en el sector. Y es claro que, si no hay un deber jurídico que pese sobre la Administración, no puede haber responsabilidad patrimonial de la misma por omisión o inactividad.

Por lo demás, para sostener la infracción que pretenden los de los arts. 99.q), 99.e), 99.l), y 100.n) y m) de la LMV, habría sido necesario que el tribunal *a quo* hubiera fundado su sentencia desestimatoria en la afirmación de que la conducta descrita en la declaración de hechos probados no era constitutiva de las infracciones tipificadas en los mencionados preceptos. Y ello no es ningún momento afirmado por la sentencia impugnada.

Cosa distinta es que los recurrentes entiendan que la CNMV tiene un deber jurídico de incoar procedimiento sancionador siempre que exista algún indicio de que se ha producido una de las infracciones tipificadas por la LMV y que, además, tiene el deber jurídico de hacerlo desde el primer momento en que recibe alguna noticia al respecto. Ahora bien, incluso si semejante deber jurídico de perseguir siempre e inmediatamente todas las irregularidades conocidas existiese, no derivaría de los preceptos invocados por los recurrentes, que se limitan, como queda dicho, a tipificar infracciones. Y no es ocioso observar que ni en la LMV ni en la legislación administrativa general hay norma alguna, semejante a la establecida para el proceso penal en el art. 105 LECrim (LEG 1882, 16), que imponga un deber jurídico de perseguir en todo caso y desde el primer momento todas las posibles infracciones administrativas de que se tenga noticia.

Cuarto.—El motivo quinto invoca infracción del art. 85 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781). Este precepto dispone en su primer apartado: “La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar de las personas físicas y jurídicas enumeradas en el

artículo 84 cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de esta Ley. Con el fin de allegar dichas informaciones o de confirmar su veracidad, la Comisión podrá realizar cuantas inspecciones considere necesarias. Las personas físicas y jurídicas comprendidas en este párrafo quedan obligadas a poner a disposición de la Comisión cuantos libros, registros y documentos ésta considere precisos”.

Los recurrentes entienden que la CNMV hizo dejación de su función inspectora. Pero, a la vista de los hechos probados, ello no fue así. Tan pronto como la CNMV, como consecuencia de una visita de inspección ordinaria, tuvo conocimiento de las irregularidades en la actuación de AVA, requirió a ésta a que hiciera las necesarias subsanaciones. La CNMV fue particularmente exigente a fin de que los valores adquiridos por AVA para sus clientes que figuraban depositados a su propio nombre en llamadas “cuentas ómnibus” fueran objeto de anotaciones individualizadas a favor de los correspondientes clientes. Además, en ningún momento a lo largo del año 1997 cejó la CNMV en su presión sobre AVA: recibió un informe de auditoría ordinaria, hizo varios requerimientos, e inició una inspección extraordinaria. Fue precisamente como consecuencia de esta nueva inspección como la CNMV consiguió que AVA reconociese que sobre determinados valores, que habían sido adquiridos mediante financiación de SIBIL, pesaba una doble prenda a favor de esta entidad y de los bancos proveedores; y la existencia de esa doble prenda fue, como se vio más arriba, determinante de la pérdida patrimonial sufrida por los recurrentes. En resumen, no puede decirse que la CNMV se desentendiera del seguimiento de este asunto y, por consiguiente, no hubo dejación de su función inspectora. También el motivo quinto debe ser desestimado.

Sentado lo anterior, es aún preciso aclarar un extremo a este respecto. Los recurrentes entienden que si fue sólo a finales de noviembre de 1997 cuando las actuaciones de inspección realizadas por la CNMV condujeron a averiguar la existencia de la mencionada pignoración de valores, ello se debió a que la CNMV se había limitado a examinar la documentación proporcionada por AVA en respuesta a sus re-

querimientos. Según los recurrentes, la CNMV habría debido “instalarse en las oficinas de la entidad inspeccionada y analizar toda su documentación en sentido amplio”. Los recurrentes se apoyan para ello en un argumento recogido en el voto particular a la sentencia impugnada, según el cual toda potestad inspectora llevaría aparejado el poder implícito de perquisir y registrar los locales de la persona o entidad inspeccionada, por supuesto previa autorización judicial en caso de no contar con el consentimiento de ésta. Pero esta afirmación es errónea. Las potestades de inspección sólo habilitan a la Administración para investigar hechos, sin que ello comporte automáticamente que la Administración puede hacer uso de cualesquiera instrumentos que repunte útiles para esclarecer los hechos. El art. 39.1 de la Ley 30/1992 (RCL 1992, 2512 y 2775 y RCL 1993, 246) es inequívoco en esta materia: “Los ciudadanos están obligados a facilitar a la Administración informes, inspecciones y otros actos de investigación sólo en los casos previstos por la Ley”. Lo que la Administración puede exigir a los particulares en ejercicio de sus potestades inspectoras es únicamente aquello que la Ley prevea en cada supuesto. Tan es así que cuando la Ley quiere que la Administración pueda entrar en locales aun sin el consentimiento del interesado, lo dice expresamente. Así, por ejemplo, el art. 40 de la nueva Ley de Defensa de la Competencia de 3 de julio de 2007 (RCL 2007, 1302) otorga al personal habilitado de la Comisión Nacional de la Competencia la facultad de “acceder a cualquier local, terreno y medio de transporte de las empresas y asociaciones de empresas y al domicilio particular de los empresarios, administradores y otros miembros del personal de las empresas”; y algo similar preveía el art. 34 de la anterior Ley de Defensa de la Competencia de 17 de julio de 1989 (RCL 1989, 1591). Nada de esto, en cambio, se encuentra en el art. 85 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), por lo que tiene toda la razón la sentencia impugnada cuando afirma que la potestad inspectora de la CNMV “no incluye facultades coercitivas de investigación, de suerte que su actividad de inspección se encuentra circunscrita a los documentos que los operadores bursátiles pongan a su disposición, pudiendo ejercer potestades sancionadoras en caso de ocultación u obstruc-

ción, pero no ostentando facultades compulsivas en la recabación de datos”. No cabe reprochar a la CNMV, en suma, que no obtuviera antes la información relativa a la pignoración de determinados valores.

Quinto.—El motivo sexto invoca infracción del art. 97 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781). Este motivo debe ser rechazado, porque el mencionado precepto se limita a determinar quién es competente para instruir los procedimientos sancionadores e imponer las correspondientes sanciones. Ocurre aquí lo mismo que ocurriría con los preceptos, arriba examinados, que tipifican infracciones administrativas: tampoco el art. 97 de la LMV impone ningún deber jurídico de actuar a la CNMV. Y donde no hay deber jurídico no puede haber responsabilidad patrimonial por omisión o inactividad. Por lo demás, el tribunal *a quo* no ha negado que la competencia sancionadora en esta materia corresponde a la CNMV, por lo que tampoco desde este punto de vista la sentencia impugnada infringe el mencionado art. 97 de la LMV.

Sexto.—Los motivos séptimo y noveno invocan infracción respectivamente de los arts. 98 y 107 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), en relación con los arts. 24 y 31 de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito de 29 de julio de 1988 (RCL 1988, 1656 y RCL 1989, 1782) a los que aquéllos se remiten. En ambos motivos se reprocha a la CNMV no haber hecho uso de las facultades de intervención de empresas que le otorga esta última ley.

En el motivo séptimo, se sostiene que la CNMV no suspendió provisionalmente a los directivos y administradores de AVA tan pronto como tuvo noticia de irregularidades en la actuación de esta entidad. Este motivo ha de ser rechazado, porque la facultad de suspensión provisional contemplada en el art. 24 de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito está configurada como una medida cautelar que puede ser adoptada en el curso de un procedimiento sancionador. Y, como se vio en su momento, sobre la CNMV no pesa un deber jurídico de incoar procedimiento sancionador siempre que tenga indicios de que se ha producido una infracción, ni menos

aún un deber jurídico de hacerlo inmediatamente. Si no hay un deber jurídico de incoar el procedimiento sancionador, no puede haberlo de adoptar una medida cautelar propia del mismo.

En el motivo noveno, se sostiene que la CNMV no hizo uso de la facultad de intervención de entidades de crédito y de sustitución de sus órganos de dirección y administración que le confiere el art. 31 de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito. Ocurre, sin embargo, que dicha facultad de intervención está legalmente configurada como una medida verdaderamente extraordinaria, que sólo puede y debe adoptarse “cuando una entidad de crédito se encuentre en una situación de excepcional gravedad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia”. Pues bien, de entrada es claro que la CNMV hizo uso de su facultad de intervención: lo hizo el 18 de febrero de 1998, en cuanto se confirmó que SIBIL se hallaba en situación de crisis patrimonial como consecuencia del déficit de un banco filial y que dicha situación de crisis patrimonial podía a su vez afectar a AVA. Los recurrentes sostienen que habría debido hacerlo mucho antes, a la vista de las irregularidades detectadas en la actuación de la entidad. Pero esto no es convincente. No se trata únicamente de que en esta materia haya que dejar un margen de apreciación a la CNMV, que debe evaluar cada caso según su propia experiencia y sus propios conocimientos técnicos. Se trata también de que la más elemental prudencia exige no acudir a una medida tan drástica como la intervención de empresas que operan en el mercado de valores más que cuando la situación sea auténticamente de “excepcional gravedad”. Lo contrario podría dar lugar a muy graves alteraciones de un mercado tan sensible como éste. Por ello, la única interpretación plausible es que el art. 107 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781) en relación con el art. 31 de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito (RCL 1988, 1656 y RCL 1989, 1782) sólo impone un deber jurídico de intervenir a la CNMV en aquellos casos en que sea absolutamente evidente que no cabe adoptar ninguna otra medida alternativa. Fuera de esta hipótesis hay que estar al buen juicio de la propia CNMV. Frente

a esto no cabe argüir que la suspensión de pagos de AVA demostró que su situación era de “excepcional gravedad”, pues el nivel de conducta exigible está en relación con la información disponible en cada momento. Y no hay que olvidar que la insolvencia de AVA fue finalmente desencadenada por la crisis patrimonial de SIBIL, lo que demuestra que aquélla habría podido seguir operando a pesar de sus muchas irregularidades. Por todo ello, el motivo noveno no puede prosperar.

Séptimo.—El motivo octavo invoca infracción del art. 89 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781). Éste dispone: “Con las salvedades previstas en el artículo siguiente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ordenar a los emisores de valores y a cualquier otra entidad relacionada con los mercados de valores que procedan a poner en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones significativas que puedan afectar a la negociación de los mismos, pudiendo, en su defecto, hacerlo ella misma”. Pues bien, a diferencia de lo que ocurre con las potestades de la CNMV en materia de sanciones y de intervención, con respecto a cuyo ejercicio dicho ente público goza de un notable margen de apreciación, en materia de publicidad de la información pesa sobre la CNMV un deber jurídico mucho más claro y preciso. Ello no sólo se desprende del tenor literal del arriba transcrito art. 89 de la LMV, que está redactado en términos inequívocamente imperativos, sino que se desprende también de otro dato: según el art. 13 de la LMV, velar por la transparencia de los mercados de valores es, junto con la supervisión e inspección de los mismos, la gran función de la CNMV. El correcto funcionamiento de un mercado exige que quienes operan en el mismo dispongan de toda la información relevante. Y es misión de la CNMV asegurar que ello sea así en los mercados de valores. A esto hay que añadir que velar por la publicidad de la información relevante es, además, un medio de supervisar a las agencias de valores, pues la visibilidad tiene una eficacia disuasoria de posibles comportamientos ilegales.

Dicho todo esto, hay que señalar que el deber jurídico de asegurar la publicidad de los “hechos o informaciones significativas” no es

absoluto. Antes al contrario, ha de ser ponderado con posibles exigencias opuestas derivadas del interés público o de los intereses de quienes operan en los mercados de valores. Así lo ordena el art. 91 de la LMV: “La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir del cumplimiento de las obligaciones previstas en los artículos 52, 83 y 89 cuando considere que la divulgación de tales informaciones sería contraria al interés público o iría en detrimento grave de quien la divulga, siempre y cuando, en este último caso, sea improbable que tal omisión induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento sea esencial para la evaluación de los valores en cuestión”. De aquí se sigue que la CNMV debe sopesar en cada caso si la difusión de determinada información puede ser perjudicial para el interés público, dentro del cual cabe incluir el prudente objetivo de no crear excesivas alarmas ni inducir al pánico financiero, o incluso para la propia agencia de valores a la que se refiere la información. La única excepción a dicha posibilidad de ponderación es que el interés de la agencia de valores —no así el interés público— no justifica la omisión de publicidad cuando la información sea “esencial para la evaluación de los valores en cuestión”; es decir, cuando la información resulta imprescindible para que el público pueda evaluar los valores, no cabe omitir su publicidad en nombre del posible perjuicio para la agencia de valores. Fuera de este supuesto, como ya se ha dicho, cabe la ponderación por la CNMV dentro de los límites de lo razonable.

Pues bien, en el presente caso, la CNMV violó el deber jurídico que deriva del art. 89 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781) al no poner en conocimiento del público la información relativa a la doble prenda de determinados valores tan pronto como tuvo conocimiento de ella, o sea, el 25 de noviembre de 1997. Es verdad que, con posterioridad al memorándum recibido el 9 de diciembre de 1997, la CNMV instó a AVA a que pusiese en conocimiento de sus clientes la mencionada circunstancia. Pero, para entonces, habían pasado ya más de dos semanas desde que la CNMV había tenido conocimiento de la pignoración de valores; y, además, cuando AVA no atendió dicho requerimiento,

la CNMV no procedió por sí misma a hacer pública la información tal como prevé el art. 89 de la LMV. Es evidente, por lo demás, que la existencia de una doble prenda sobre determinados valores era información esencial para los titulares de los mismos.

Esta violación por la CNMV del deber jurídico que le impone el art. 89 de la LMV es incluso reconocida, aunque en términos muy suaves, por la propia sentencia impugnada cuando al final de su fundamento jurídico sexto dice que “la CNMV tiene facultades para informar directamente a los clientes, y posiblemente debió hacerlo ante la pasividad de la Agencia”. Ello significa, desde el punto de vista de la responsabilidad patrimonial por omisión, que concurre el primer requisito, consistente en la inactividad cuando existe un deber jurídico, claro y preciso, de actuar. Ahora bien, como también señala la sentencia recurrida, no concurre el siguiente requisito, relativo al nexo de causalidad entre la omisión y la pérdida patrimonial sufrida por los recurrentes, pues el 25 de noviembre de 1997 los valores estaban ya pignorados y los recurrentes no habrían ya podido hacer nada para evitar las consecuencias de la doble prenda. Sólo por esta razón de falta de nexo causal, aun siendo cierto que la CNMV infringió el art. 89 de la LMV, se debe concluir que no ha lugar a la responsabilidad patrimonial de la Administración solicitada por los recurrentes.

Los recurrentes entienden, sin embargo, que ya tras la inspección hecha a AVA septiembre de 1996 habría debido la CNMV advertir al público “del riesgo en que incurría de entregar sus fondos a dicha agencia”. Este argumento no puede ser acogido, por dos razones. En primer lugar, porque el art. 89 de la LMV impone un deber jurídico de dar a conocer hechos e informaciones significativas, no de hacer recomendaciones a los clientes actuales o potenciales de las agencias de valores. En segundo lugar, porque de la información adquirida por la CNMV a raíz de aquella inspección ordinaria no se inferían riesgos específicos para los clientes de AVA, sino que versaba genéricamente sobre las irregularidades en la actuación de dicha agencia de valores. De aquí que la CNMV dispusiera entonces legalmente de margen para ponderar los distintos intereses en juego a efectos de la publici-

dad a dar a los datos que iba conociendo. Salvo en el supuesto previsto en el inciso final del art. 91 de la LMV (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), no es obligatorio para la CNMV divulgar toda la información de que dispone, ni sería razonable negar que el correcto ejercicio de su función implica cierto grado de reserva. Si a ello se añade que la CNMV no dejó en ningún momento de hacer un seguimiento de AVA, conduciéndola a que hiciese anotaciones individualizadas de todos los valores de sus clientes, no cabe afirmar que dejara a éstos desprotegidos.

Así, por todas las razones expuestas, el motivo octavo del presente recurso de casación no puede prosperar.

Octavo.—El motivo décimo invoca infracción de la doctrina jurisprudencial relativa al nexo causal en los supuestos de responsabilidad patrimonial por omisión o inactividad de la Administración. Los recurrentes sostienen, en sustancia, que en este tipo de supuestos el nexo causal entre la omisión y el resultado lesivo puede aparecer bajo formas indirectas y concurrentes, de manera que puede haber, en sus propias palabras, una “conurrencia objetiva de factores cuya inexistencia hubiera evitado el resultado dañoso”. La idea sería que, si la CNMV hubiera ejercido desde el primer momento todas las potestades de que dispone, no se habría producido la pignoración de acciones, que está en la base de la pérdida patrimonial sufrida por los recurrentes. Tampoco este motivo puede ser estimado.

Sin duda alguna, desde un punto de vista puramente lógico, es cierto que la mencionada pérdida patrimonial no se habría producido si la CNMV hubiese ejercido todas sus potestades frente a AVA desde el momento en que tuvo noticia de irregularidades en la actuación de dicha agencia de valores. Pero ya se ha visto que la CNMV no tenía entonces un deber jurídico de realizar unas determinadas actuaciones, tales como divulgar toda la información que iba adquiriendo, incoar un procedimiento sancionador, o incluso acordar la intervención de los cargos de dirección y administración de AVA. Un deber jurídico, claro y preciso, de llevar a cabo una determinada actuación sólo surgió, como se ha comprobado, el 25 de noviembre de 1997. Este extremo es de crucial importancia para el aná-

lisis jurídico del presente caso y, más en general, para la adecuada comprensión del significado del nexo causal en los supuestos de responsabilidad patrimonial por omisión. En efecto, aun cuando el hecho de que la CNMV no ejerciese todas sus potestades desde el primer momento sea una de las causas en sentido lógico de la pérdida patrimonial sufrida por los recurrentes, ello no significa, por sí solo, que quepa hacer a la CNMV jurídicamente responsable de dicha pérdida patrimonial. La razón es que la CNMV no tenía un deber jurídico de realizar una determinada actuación. De aquí que no se le pueda objetivamente imputar un resultado lesivo que no estaba obligada a evitar. La función que la Ley encomienda a la CNMV es supervisar e inspeccionar los mercados de valores y, en los términos ya explicados, asegurar la transparencia de los mismos. En ningún caso puede concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de todas las agencias de valores, ni menos aún como garante de que los clientes de dichas agencias de valores no sufrirán pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas. La mera causalidad lógica se detiene allí donde el sentido de las normas reguladoras de un determinado sector impiden objetivamente reprochar a la Administración el resultado lesivo padecido por un particular.

Los recurrentes citan, en apoyo de su tesis, toda una serie de sentencias de esta Sala en casos de responsabilidad patrimonial por omisión, tales como, entre otras, las STS de 28 de marzo de 2000 (RJ 2000, 4051), de 18 de abril de 2000 (RJ 2000, 3357) y de 18 de mayo de 2002 (RJ 2002, 5740). Pues bien, en todos esos casos, al igual que en otros que también se podría traer a colación, acreditar la existencia de un nexo causal en sentido lógico entre la inactividad de la Administración y el resultado lesivo era, efectivamente, suficiente. Cuando un preso se suicida por falta de suficiente vigilancia de los funcionarios de prisiones o cuando un justiciable pierde una suma de dinero por falta de respuesta judicial a un escrito, es claro que la omisión es determinante del daño. Pero es también claro que en esos casos había un deber jurídico, claro y preciso, de actuar, de manera que puede decirse que la Administración penitenciaria es garante —salvo en cir-

cunstancias extraordinarias— de la vida e incolumidad de los reclusos y que los jueces son garantes de la debida y regular tramitación de los procedimientos. Aquí radica la crucial diferencia entre los casos citados por los recurrentes y el que es objeto del presente recurso de casación.

Noveno.—La desestimación de todos los motivos del recurso de casación comporta, de conformidad con al art. 139 de la LJCA (RCL 1998, 1741), la condena en costas de los recurrentes, fijándose en seis mil euros la cantidad máxima a repercutir por dicho concepto.

FALLAMOS

No haber lugar al recurso de casación interpuesto por la representación procesal de doña Regina, don Íñigo, don Ramón y don José Pablo contra la sentencia de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sección 6.ª) de la Audiencia Nacional de 13 de marzo de 2003 (PROV 2006, 282215), con condena en costas a los recurrentes hasta el límite señalado en el fundamento de derecho noveno.

Así por esta nuestra sentencia, lo pronunciamos, mandamos y firmamos.

VOTO PARTICULAR

Voto particular voto particular que formula, al amparo de lo dispuesto en el artículo 260.1 de la Ley Orgánica del Poder Judicial (RCL 1985, 1578 y 2635), el Magistrado Excmo. Sr. Don Agustín Puente Prieto en relación con la Sentencia de la Sala de fecha 16 de mayo de 2008, recaída en el recurso número 7953/2003.

Primero.—Doy por reproducidos los hechos que se contienen en el primero de los fundamentos de derecho de la sentencia.

Segundo.—Respecto a la integración de hechos a que se refiere el fundamento de derecho segundo estimo que, al contrario de lo que resuelve la sentencia, la petición de integración es procedente y debió ser atendida por cuanto que la cuestión a resolver en instancia, y luego en casación, está vinculada a determinar, como la propia sentencia pone de relieve en su último fundamento de derecho, si se habría producido el daño a los recurrentes si la Comisión Nacio-

nal del Mercado de Valores hubiera ejercido las potestades que le atribuye el ordenamiento jurídico frente a AVA desde el momento en que tuvo noticia de las irregularidades en la actuación de dicha agencia de valores. Y para ello resultaba imprescindible tomar en consideración los hechos en los términos que solicita el recurrente, toda vez que la sentencia recurrida solamente transcribe parcialmente los que resultan del expediente, pero omite la precisión de aquellos que resultan relevantes en razón de la argumentación de los recurrentes. Y es que, en esencia, la sentencia recurrida, y la de la que ahora se discrepa, vienen a afirmar que el hecho determinante de la lesión patrimonial fue conocido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 25 de noviembre de 1997 y, en esa fecha, las medidas que hubieran podido tomar la Comisión Nacional del Mercado de Valores no resultaban eficaces puesto que hasta entonces había simplemente irregularidades, mas no se había detectado la existencia de una doble prenda sobre los valores en que se materializó la inversión de los recurrentes por parte de la Agencia.

La argumentación de los recurrentes, tanto en instancia como ahora en este recurso de casación, viene directamente vinculada a la concreción de esas irregularidades, cuya apreciación envuelve la determinación del nexo de causalidad existente en la omisión de actuación por parte de la Comisión y el daño producido, denunciando que la Comisión Nacional del Mercado de Valores hizo dejación de sus funciones en relación con la instrucción del expediente sancionador a que se refiere el motivo sexto en relación con los cuatro primeros, por cuanto que las irregularidades conocidas por dicha Comisión en el escrito de 24 de enero de 1997 son sustancialmente coincidentes con las que determinaron la instrucción de expediente sancionador en febrero de 1998 y tenían la suficiente relevancia como para haber exigido del órgano de control una actuación, concretada tanto en la instrucción del expediente sancionador como en la suspensión cautelar del ejercicio de sus funciones de los Consejeros de la Agencia a que se refiere el motivo séptimo, la facilitación de información al público a que hace referencia el motivo octavo, o bien, y como solución más grave, la

intervención de la empresa a que hace referencia el motivo casacional noveno.

En definitiva, entendieron en instancia y entienden los recurrentes en casación que la actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que no adoptó en su momento medida alguna, aun sabiendo la gravedad de las irregularidades existentes en AVA, determina su responsabilidad, articulando al efecto hasta diez motivos casacionales, referidos, los cuatro primeros, a la denuncia por no aplicación por la sentencia recurrida de normas que tipifican conductas graves y muy graves no tomadas en consideración por la sentencia como causa determinante de la necesaria instrucción de expediente sancionador por la Comisión, aludiendo, en el motivo quinto, a las facultades de supervisión e inspección que a la Comisión le atribuye el ordenamiento jurídico, y desarrollando, en el motivo sexto, séptimo, octavo y noveno las medidas que entiende fueron omitidas por la Comisión, cuya omisión, vinculada con relación de causalidad, determina los daños definitivamente producidos y que se hubieran evitado si, desde finales de 1996 y, desde luego, el 24 de enero de 1997, la Comisión hubiera ejercido con plenitud sus facultades en relación con la instrucción de expediente, adopción de medidas cautelares respecto a los Consejeros, realización de información por la propia Agencia al público o, en su caso, intervención, y ello teniendo en cuenta fundamentalmente, además, que, como se pone de relieve en el propio escrito de demanda, la totalidad de las inversiones realizadas por los recurrentes en AVA se materializaron e hicieron efectivas con posterioridad a aquella fecha de enero de 1997 en la que ya la Comisión Nacional del Mercado de Valores había tenido conocimiento de irregularidades de la suficiente entidad como para ejercer eficazmente sus funciones, que, innecesariamente, pospuso hasta un año después, denunciando, al abrir el expediente sancionador, infracciones casi en su literalidad coincidentes con las ya conocidas por la misma un año antes.

La facultad de integración de hechos que el apartado 3 del artículo 88 de la Ley Jurisdiccional (RCL 1998, 1741) confiere a este Tribunal para complementar los hechos admitidos como probados por el Tribunal de instan-

cia con aquellos que, habiendo sido omitidos por éste, estén suficientemente justificados según las actuaciones, exige, además, que su toma en consideración resulte necesaria para apreciar la infracción alegada de las normas del ordenamiento jurídico o de la jurisprudencia; circunstancias ambas que en el presente caso se aprecian como concurrentes, por cuanto que no se trata aquí de sustituir la valoración de los documentos a que la sentencia hace simple referencia, sino de completarlos con sus contenidos, pues ello resulta esencial para juzgar su relevancia y determinar, en sus exactos términos y alcance, la información de que en la fecha de los mismos disponía y había conocido la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como en dichos documentos se reflejan, lo que se estima sustancial para resolver la cuestión controvertida, estando los mismos suficientemente justificados en las actuaciones y siendo necesaria su integración para apreciar las infracciones denunciadas por el recurrente.

En su consecuencia, procede integrar los hechos contenidos en la sentencia recurrida con los siguientes:

En relación con el escrito de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 27 de enero de 1997 citado por la sentencia recurrida, los hechos reflejados por la misma habrán de completarse con los más relevantes contenidos en dicho escrito en los términos que interesa el recurrente:

“La conciliación de los depósitos de los valores de clientes efectuada por la agencia, pone de manifiesto diferencias en relación con los valores efectivamente depositados en los intermediarios financieros. Las partidas conciliatorias deberán aclararse y resolverse a la mayor brevedad posible, informando y justificando a esta CNMV su resolución” (folio 247 siempre del expediente).

“La agencia contabiliza en distintas fechas las garantías por operaciones de derivados exigidas por las Cámaras y las exigidas a sus clientes. En determinadas circunstancias este criterio contable aplicado puede desvirtuar la información ofrecida en el balance reservado

y debilitar los procedimientos de control aplicados por la Agencia” (folio 247).

“Las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias correspondientes a operaciones de derivados intermediadas por la Agencia por cuenta de terceros se registran contablemente en las cuentas de efectivo de los clientes una vez se cierran las posiciones que las originan. Diariamente dichas liquidaciones se registran en una cuenta transitoria por su importe neto” (folio 248).

“Además de la deficiencias de control que el procedimiento contable anteriormente citado provoca y del posible efecto que la compensación de saldos tiene en la determinación del coeficiente de liquidez, los resultados no materializados no se informan a los clientes en las comunicaciones que periódicamente la agencia debe remitir a sus clientes de acuerdo con la normativa al respecto” (folio 248).

“Existen saldos transitorios de clientes registrados contablemente en cuentas con representantes. Dichos saldos están pendientes de conciliación por la Agencia y no se ha obtenido información suficiente que permita verificar su razonabilidad. En relación con estos saldos la Agencia deberá agilizar los procedimientos de conciliación a fin de que los saldos de clientes se reflejen adecuadamente en sus correspondientes cuentas y, en especial, en el cálculo del coeficiente de liquidez” (folio 248).

“El fichero de órdenes no incluye de forma correcta la hora de recepción de las órdenes de los clientes ni, en las operaciones realizadas para los clientes gestionados, se hace constar esta circunstancia según establece la normativa en vigor sobre registros obligatorios” (folio 248).

“La agencia no dispone en todos los casos de los apoderamientos concedidos por los clientes a terceras personas para que éstas puedan ordenar operaciones por cuenta de los poderdantes” (folio 248).

“Determinadas operaciones de adquisición de valores se realizan sin la correspondiente aportación de efectivo por los clientes. En estos casos, la agencia financia las operaciones realizando en consecuencia una actividad no contemplada en su declaración de actividades” (folio 248).

“La agencia no informa sobre la actividad de gestión de carteras desarrollada en el balance reservado (estado M01) y en el estado de informaciones complementarias” (estado M04) (folio 246).

“Les recordamos la importancia que tiene para la agencia el establecimiento de procedimientos administrativos y sistemas de control interno adecuados, no sólo para el cumplimiento de las normas de obligada observancia para las agencias de valores, sino para la salvaguarda de su patrimonio, así como la adecuada aplicación de los criterios contables para que los estados reservados reflejen la verdadera situación financiero-patrimonial de la agencia”.

“Así mismo deberán reforzar los sistemas de control interno en especial para evitar las debilidades a que se hace referencia en el anexo relativas a las conciliaciones de terminadas cuentas y en particular al depósito de títulos y de los saldos transitorios de clientes en cuentas de representantes” (folio 244).

En relación con el depósito a nombre de AVA de valores de los clientes como titular en cuentas ómnibus (folio 245), se destaca literalmente en el citado escrito de la CNMV lo siguiente:

“Los valores de renta fija adquiridos por cuenta de los clientes en mercado internacionales, fundamentalmente a través de SIBL y Merrill Lynch International Bank Ltd., entidades que a su vez actúan como depositarias, están anotados a la fecha de la inspección en los mencionados intermediarios a nombre de la agencia.

Asimismo, la agencia figura como titular de las operaciones de seguro de cambio (operaciones de cobertura), contratadas con diferentes intermediarios, y de préstamos concedidos por Socimer IB Ltd. vinculados a las citadas operaciones de clientes.

Las operaciones realizadas por los clientes de la agencia en los mercados nacionales (Meff Renta Variable y Meff renta Fija, a través de Andino, AVB, SA, y GVC, SVB, SA, respectivamente) e internacionales (a través de GVC, SVB, SA), se registran en cuentas en los citados mercados e intermediarios a nombre de la agencia (cuenta ómnibus), aun cuan-

do en la contabilidad de ésta se registran en cuentas contables individuales de cada cliente.

Además de aspectos como la titularidad de las operaciones, la operativa a través de las citadas cuentas supone que las posiciones de signo contrario, que pueden corresponder a distintos clientes, se compensen entre sí por las cámaras, por lo que el cálculo de las garantías exigidas por éstas se realiza sobre la posición neta de contratos abiertos por los clientes de la agencia.

La utilización de las cuentas ómnibus anteriormente citadas, tanto en los mercados de renta fija extranjeros como en derivados, supone el incumplimiento de las órdenes de los clientes y en determinadas circunstancias, pudiera implicar, desprotección para sus titulares por lo que deben adoptar las medidas necesarias para que los valores, cualesquiera que sea su clase, se registren en los depositarios y cámaras a nombre de sus titulares”.

Igualmente habrán de completarse los hechos declarados probados con los referidos, en los términos que se expresan, en el informe de Auditoría correspondiente al ejercicio de 1996 y recibido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el mes de mayo de 1997:

“En el capítulo dedicado al cumplimiento del art. 23 del RD 276/1989 (RCL 1989, 638), referente a las operaciones por cuenta propia se recoge que ‘Durante el transcurso de nuestro trabajo se ha puesto de manifiesto que la entidad aparece como titular de operaciones de seguros de cambio y títulos de renta fija internacional contratadas por sus clientes’ (folio 278).

En el apartado relativo a la idoneidad de los registros internos se dice:

‘Hemos detectado órdenes ejecutadas sin que existiera la correspondiente orden del cliente y viceversa’, se detectaron órdenes archivadas en el archivo de órdenes que no tenían su correspondencia en el registro de órdenes (folio 278).

También se señala que ‘la sociedad no cuenta con medios para obtener la siguiente información: permanencia máxima, mínima y media de los saldos. Valor máximo, mínimo y medio del cociente entre el efectivo intermediado de compras y ventas y el saldo líquido medio anual’.

‘Se mantenían las cuentas ómnibus en operaciones de seguros de cambio y títulos de renta fija internacional’.

En el apartado relativo a los incumplimientos observados a través de la verificación de las operaciones de gestión de carteras, se señala que: ‘La Sociedad considera carteras gestionadas la totalidad de las carteras de sus clientes, no disponiendo para todos ellos del correspondiente contrato de gestión debidamente firmado, y no siendo posible conocer del total, qué volumen de carteras tiene suscrito dicho contrato y cuál no’ (folio 281).

En relación con la situación de control interno, se dice que:

‘La sociedad no cuenta con una persona o departamento que lleve a cabo labores de supervisión periódica de los registros contables’. ‘No existe una adecuada segregación de funciones entre las personas que preparan y autorizan los asientos contables’ (folio 283). Y añade en el mismo lugar:

‘La entidad no tiene establecidos procedimientos tendentes a asegurar, de una forma razonable, que las normas de conducta se cumplan’ (folio 285).

‘Los contratos de trabajo suscritos con el personal de la sociedad no contienen cláusulas que establezcan la obligatoriedad de respetar las normas de conducta’ (folio 285).

‘Con respecto a los depósitos de títulos de sus clientes, hemos detectado que la Sociedad no realiza conciliaciones periódicas de los mismos, y a consecuencia de ello la resolución de errores o de las partidas en conciliación se efectúa con retraso’.

En relación con la conciliación de depósitos realizada al 31 de diciembre de 1996 se puso de manifiesto la siguiente situación: ‘Títulos que aparecían como depositados, cuando se trataba de errores en la aplicación (títulos vencidos, inexistentes, etc.) (folio 283). Además, se pusieron de manifiesto partidas en conciliación, con antigüedad de un mes, pendientes de regularizar’.

En el apartado relativo a los representantes se indica que:

‘La totalidad de las operaciones de la Entidad se canaliza a través de los representantes’ (folio 284).

Y se añade a continuación que la entidad ‘no tiene establecido un plan de control, seguimiento y supervisión de los distintos representantes con los que opera que en líneas generales tienen un elevado grado de independencia en su actuación, por lo que no es posible garantizar que todas las operaciones efectuadas por los clientes de la Entidad hayan sido registradas en el momento adecuado’.

Y concluye: ‘Durante el ejercicio 1996 algunas aportaciones y reintegros de efectivo de cuentas de clientes se han realizado a través de cuentas bancarias de representantes’ (folio 284).

Por último se expresa que ‘los estados intermedios remitidos a (la CNMV) no siempre se han efectuado aplicando adecuadamente los principios y criterios contables establecidos en la Circular 5/1990, y en algún caso, los principios aplicados no guardan uniformidad con los utilizados para la preparación de los estados financieros de fin de ejercicio. Asimismo, los citados estados financieros intermedios no siempre incluían la totalidad de la información contable que es requerida por la normativa de la CNMV (folio 286)’;

En relación con la actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con posterioridad al requerimiento de 27 de enero de 1997, los hechos recogidos en el fundamento de derecho primero de la sentencia recurrida habrán de integrarse con los siguientes:

“Tras varios recordatorios, la CNMV gira visita extraordinaria de inspección el 13 de octubre de 1997, para comprobar el grado de cumplimiento del requerimiento de 27 de enero de 1997 y especialmente la individualización de los depósitos de valores a nombre de los clientes. Se constata la dificultad de AVA para facilitar información sobre la cartera agregada de clientes, la tesorería de la agencia con sus intermediarios financieros, la red comercial, las cuentas transitorias, los certificados de depósito emitidos por los depositarios y los justificantes de algunas operaciones de inversión, llegando a desatender requerimientos de la CNMV, hecho que imputan los administradores de AVA a la fuerte expansión comercial de la agencia que no fue seguida con la correspondiente dotación de medios. De hecho, el

volumen de operaciones de AVA con Socimer pasó de 4.516 el 31 de agosto de 1996, a 14.220 millones de pesetas el 30 de septiembre de 1997. No obstante se advirtió en la inspección de octubre ciertos progresos en la individualización de las cuentas, pero no en los casos de valores adquiridos con financiación de SIBL.

El 25 de noviembre directivos de SIBL reconocieron a la CNMV la existencia de una doble prenda sobre los valores al adquirir SIBL los mismos con financiación de otros Bancos. El 9 de diciembre de 1997 se recibió en la CNMV un memorando detallando los directivos de SIBL esta situación.

El 17 de diciembre de 1997 la CNMV instó verbalmente a AVA para que informara a sus clientes de la naturaleza de las operaciones suscritas con SIBL y del riesgo asumido; al no cumplir AVA con lo ordenado se le formuló nuevo requerimiento que tampoco fue atendido.

El 12 de enero de 1998 la CNMV efectúa un requerimiento conminando a AVA que su falta de atención, atendidos los hechos que se imputan, implica la apertura de expediente sancionador. Entre los hechos que se imputan, resulta especialmente relevante la advertencia de la desprotección sufrida por los inversores, derivada de la anotación a nombre propio de los valores adquiridos por cuenta de los clientes y que ya había sido puesta de manifiesto en el escrito de 27 de enero de 1997. Textualmente afirma:

‘Las operaciones de renta fija internacional son operaciones complejas en las que concurren además de los normales riesgos del mercado y de tipo de cambio asociados a toda inversión de valores extranjeros otros riesgos (de contraparte, legales, operaciones, etc.), derivados de su naturaleza o de su instrumentación (p. ej. cuentas ómnibus de valores...), que, en determinadas circunstancias, pueden ser muy significativos’.

En cuanto a la intervención y expediente sancionador debe añadirse a los hechos de la sentencia los motivos que dan lugar a dicho expediente contenidos en el acuerdo por el que se incoó expediente sancionador contra AVA y su Consejo de Administración:

“Por infracciones muy graves de la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149):

- a) Art. 99.l), por falta de organización y medios materiales para desarrollar su función.
- b) Art. 99.e), por llevanza de la contabilidad y registros legalmente exigidos con vicios e irregularidades esenciales, que impiden conocer la situación patrimonial y financiera de la entidad y del grupo y que hacen referencia a la clasificación de cuentas, justificación de saldos transitorios, en intermediarios financieros, compromisos adquiridos con clientes en la realización de inversiones y verdadera naturaleza de las operaciones realizadas.
- c) Art. 99.q) realización de inversiones en valores por cuenta propia sin estar habilitada.
- d) Art. 99.k) reducción de sus recursos propios a un nivel inferior al legalmente exigido.

Por infracciones graves referidas a la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149):

- a) Art. 100.n) violación del principio de prioridad de interés de los clientes.
- b) Art. 100.m) incumplimiento de las normas previstas en materia de información a los clientes.
- c) Art. 100.g) exceso del límite del inmovilizado material del grupo consolidable sobre la cifra de recursos propios computables.
- d) Art. 100.b) no remisión de la documentación requerida de forma reiterada.

Igualmente debe añadirse que, mediante nota de prensa de 23 de febrero de 1998, la CNMV informa a los inversores de la situación de los valores adquiridos a SIBL”.

Sin perjuicio, en su caso, de la valoración que proceda respecto al contenido y hechos reflejados en la sentencia de este Tribunal de 5 de julio de 2001 recaída en el recurso 5406/2001, no procede, por no acomodarse a lo dispuesto en el artículo 88.3, integrar los hechos con los que se declaran en dicha sentencia, sin perjuicio, naturalmente, de que las consideraciones a que el recurrente se refiere respecto a las deficiencias organizativas de la empresa que en ella constan se hayan de tomar en consideración, al afirmarse las mismas como hechos acreditados en aquel recurso de casación.

Tercero.—Pasamos con ello al enjuiciamiento de los concretos motivos casacionales. La sentencia comienza por agrupar los cuatro primeros, entendiendo que en los mismos se invocan infracciones, respectivamente, de los artículos 99.q), 99.e), 99.l) y 100.n) y m) de la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149), motivos que enjuiciaremos junto con el sexto en que los recurrentes denuncian infracción del artículo 97 de la citada Ley.

Debe ponerse de relieve, ante todo, que los recurrentes, en todos los motivos casacionales, no se limitan como parece deducirse de la sentencia a la mera invocación de los preceptos sustantivos que denuncian como infringidos sino que en el propio encabezamiento de cada uno de los nueve primeros motivos expresa la vinculación que la infracción denunciada tiene de relevante para determinar el nexo causal entre la conducta omisiva de la Administración y la lesión producida, con expresa invocación de lo dispuesto en el artículo 139.1 de la Ley 30/92 (RCL 1992, 2512, 2775 y RCL 1993, 246). Así por ejemplo, el motivo primero de los articulados en el escrito interpositorio se encabeza con el siguiente texto: “por infracción de las normas del ordenamiento jurídico aplicables para resolver las cuestiones objeto de debate, al amparo del art. 88.1.d) de la Ley 29/1998 (RCL 1998, 1741) de Jurisdicción Contencioso-Administrativa: Infracción del art. 99.q) de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores al omitirse que la realización de inversiones en valores por cuenta propia sin estar habilitada por parte de la Agencia de Valores constituye una infracción muy grave, lo que resulta relevante para determinar el nexo causal entre la conducta de la Administración y la lesión producida, de acuerdo con el art. 139.1 de la Ley 30/1992 de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común y 106 de la Constitución Española”.

Todos estos motivos son rechazados por la Sala, sustancialmente, por entender que los cuatro primeros se limitan a invocar preceptos que tipifican infracciones muy graves o graves en las conductas de personas y entidades sometidas a la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149), mas en ellos no se recoge deber alguno de actuación

por parte de la Comisión. El motivo sexto se rechaza porque en el precepto invocado la Ley determina quién es competente para instruir los procedimientos sancionadores e imponer las sanciones, mas entiende que no impone ningún deber jurídico de actuar a la Comisión, de donde deduce la inexistencia de responsabilidad patrimonial por omisión o inactividad.

A mi entender, cuando la Ley apodera a un determinado órgano administrativo, —que expresamente crea, además, con esa finalidad—, para encomendarle la supervisión e inspección del mercado de valores, así como de la actividad de cuantas personas físicas o jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, y le atribuye el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que la Ley de 28 de julio de 1988 expresa, está imponiendo a esa Comisión la obligación de actuar para el cumplimiento de sus fines, que se concretan en el artículo 13 párrafo 2.º en velar por la transparencia en los Mercados de Valores, la correcta formación de los precios en los mismos, así como la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.

Es por ello que si a la Comisión se le atribuyen dichas funciones supervisoras, inspectoras y sancionadoras con la finalidad antedicha, pesa sobre la misma la obligación de responder por los daños derivados de su inactividad, partiendo del principio, naturalmente, de que la responsabilidad por omisión, como más adelante enjuiciaremos, ha de considerarse bajo un criterio de razonabilidad, porque en modo alguno puede pesar sobre el órgano de control y fiscalización la obligación de preservar la integridad de las inversiones, independientemente de la conducta de los inversores, que, por el simple juego de las reglas de mercado, pueden ver perjudicados sus intereses.

Contrariamente, cuando un órgano como es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, conoce en toda su gravedad, en enero de 1997, las graves irregularidades existentes en un operador del mercado de valores, viene obligada, porque así lo exige el respeto al principio de legalidad, y por ello, de su obligación de velar por la seguridad del Mercado para el que ha sido creada, a hacer uso en términos

razonables de las facultades que el ordenamiento jurídico le atribuye, incurriendo en otro caso en responsabilidad por omisión en los términos que posteriormente precisaremos, puesto que para ello el ordenamiento jurídico le atribuye una potestad sancionadora e incluso de simple información al público, llegando, en el caso más grave, a la propia intervención de empresa y a la medida cautelar de suspensión de los Consejeros de la empresa que irregularmente actúa, todo ello para prevenir, en garantía y en interés de los inversores, que los mismos no queden en absoluto desprotegidos, pues éstos actúan en el Mercado asumiendo los riesgos propios de un libre mercado, mas también con la plena confianza basada en la seguridad de una correcta actuación del órgano creado por la Ley con la misión de proteger sus intereses en términos de razonabilidad, como antes decíamos.

Es por ello que entiendo, contrariamente a la opinión mayoritaria, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenía el deber jurídico de actuar y, además, lo hizo en parte, tarde e insuficientemente, utilizando todos los medios que el ordenamiento jurídico ponía a su disposición para el cumplimiento de los fines que el artículo 13 de su Ley reguladora (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149) le encomienda, máxime cuando la propia Comisión en el escrito dirigido a AVA el 24 de enero de 1997 claramente advirtió del grave daño que a los inversores se podía ocasionar, como es lógico, por el mero hecho de que los valores en que estaba materializada su inversión aparecían depositados a nombre de la propia entidad AVA que, desde luego, no contaba con autorización de la Comisión para actuar por cuenta propia.

En definitiva, creemos que, de los hechos que hemos integrado y del contenido de aquel escrito de 24 de enero de 1997, se deducía ya el conocimiento por la Comisión de una actuación por cuenta propia que excedía de los términos de su autorización, y de unas graves irregularidades de contabilidad y registros, así como de una deficiente organización y disposición de medios, que se agravaba por la circunstancia de que, incluso, el volumen de su actividad se había multiplicado por tres en el último año, precisamente en coincidencia con el momento en que los recurrentes materiali-

zaron su inversión en la Agencia de Valores, sin obtener los mismos la suficiente información previa que les alertara del riesgo que dicha inversión corría y que la propia Comisión expresó a AVA.

En definitiva, al no proceder a instruir expediente sancionador, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que solamente actúa instruyendo dicho expediente un año largo después, cuando ya es conocedora de la suspensión de pagos de la Agencia, ha hecho una clara dejación de sus funciones, sin que su responsabilidad pueda entenderse disminuida por los diversos recordatorios de orden verbal y escrito que la Comisión realizó, máxime cuando las irregularidades estaban detectadas ya en el informe de Auditoría cuyos hechos más sustanciales hemos referido con anterioridad.

Entiendo, por tanto, que existía un deber legal de actuación por parte de la Comisión que no lo hizo, denunciando hechos sustancialmente iguales, hasta 1998, ya que los conocía desde un año antes. Por ello el Tribunal de instancia ha incurrido, en la sentencia recurrida, en la infracción por inaplicación de las normas a que se refiere el recurrente en los motivos casacionales primero, segundo, tercero, cuarto y sexto del escrito interpositorio de la presente casación, al no incoar, cuando tuvo conocimiento de las infracciones, el expediente sancionador como venía obligada por mandato legal, que no puede excusarse en razones de prudencia cuando está en riesgo —y así, lo apreció desde un principio la propia Comisión en su escrito de 24 de enero de 1997, como resultado de una inspección iniciada en septiembre anterior— la seguridad de los inversores y, con ello, comprometida la confianza en el concreto funcionamiento del mercado de valores.

Cuarto.—Disiento del argumento de la sentencia en relación con el enjuiciamiento del motivo quinto en que la recurrente invoca infracción del artículo 85 de la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149) en relación con el ejercicio de las facultades atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por cuanto considero que el texto de dicho precepto no confiere a la Comisión una mera actitud pasiva de recepción de documentación e información requerida a los interesados sino que, por el contrario, ha de

entenderse que la Ley, al conferirle con la amplitud que lo hace el citado precepto funciones inspectoras, le permite desarrollar todo el abanico de posibilidades que dicha inspección comporta, permitiendo a la Comisión convertirse en un órgano activo recabando toda la información necesaria para el cumplimiento y desarrollo de sus funciones. Precisamente, porque es así, pudo ponerse de relieve meses después la existencia de la doble prenda sobre los valores que no tuvo más remedio que reconocer la Agencia inspeccionada cuando la Comisión realizó la inspección en los debidos términos, y cuya anticipación hubiera permitido a la Comisión conocer con anterioridad el alcance de las irregularidades existentes descubriéndose la doble prenda que pesaba sobre los valores.

En el motivo séptimo y noveno, se denuncia por los recurrentes infracción del artículo 98 de la Ley del Mercado de Valores en relación con los artículos 24 y 31 de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito de 29 de julio de 1988 (RCL 1988, 1656 y RCL 1989, 1782) a los que aquellos se remiten. Denuncian así los recurrentes que la Comisión no hizo uso de las facultades de intervención de empresas que le otorga esta última Ley así como que no suspendió provisionalmente a los Directivos y Administradores de AVA tan pronto como tuvo noticias de irregularidades en la actuación de esa entidad, medida esta configurada como cautelar del procedimiento sancionador que se rechaza por la Sala en la opinión mayoritaria, al entender que no resultaba exigible su incoación y que, por las razones más arriba expuestas debió adoptarse, lo que impone asimismo la estimación de este motivo.

Coincidimos, sin embargo, en cuanto a la desestimación del motivo noveno al entender que en enero de 1997 no existía constancia plena de la excepcional gravedad que permita la adopción de la medida extraordinaria de intervención que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia, ya que ésta sólo cabría deducirla de acaecimientos posteriores: la quiebra del Banco depositario y la suspensión de pagos a AVA.

Quinto.—Se rechaza por la sentencia el motivo octavo en que se invoca la infracción

del artículo 89 de la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149) que dispone que, con las salvedades previstas en el artículo siguiente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ordenar a los emisores de valores, y a cualquier otra entidad relacionada con los mercados de valores, que procedan a poner en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones significativas que puedan afectar a la negociación de los mismos, pudiendo, en su defecto, hacerlo ella misma.

Entiendo que existía por parte de la Comisión el deber jurídico de poner en conocimiento del público la información de las irregularidades que la propia Comisión apreció después de la visita de inspección, referida al último trimestre de 1996, en su escrito de 24 de enero de 1997, donde expresamente hace constar el riesgo que la titulación a nombre de AVA, y no de los inversores, podía suponer para ellos.

Considero que la Comisión tenía el deber jurídico de dar a conocer esta información significativa, cuyo conocimiento por el público hubiera evitado que los recurrentes hicieran, con posterioridad, las inversiones que materializaron después de enero de 1997, sin que en esa fecha existieran simples irregularidades, sino un evidente riesgo puesto de manifiesto en la citada comunicación de la propia Comisión y expresamente reconocido por el Presidente de la Comisión del Mercado de Valores en su comparecencia ante el Congreso recogida en el Diario de Sesiones de 17 de marzo de 1998, cuyo texto obra incorporado a las actuaciones, pues con ello se hubiera evitado precisamente la existencia de la doble prenda que determinó la imposibilidad de recuperar la inversión los recurrentes.

Como la sentencia en su propio texto reconoce, la pérdida patrimonial no se hubiera producido si la Comisión hubiera ejercido todas sus potestades frente a AVA desde el momento en que tuvo noticia de esas irregularidades que, contrariamente al criterio mayoritario, a mi entender, se produjo en enero de 1997, desde cuya fecha los actores, como hemos venido repitiendo, realizaron sus inversiones en la Agencia, hecho que hubiera podido evitarse si la Comisión no hubiera hecho dejación de sus funciones y hubiera cumplido, al menos, con la obligación de información

que le confiere la Ley para la protección de los inversores que, como expresó el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la comparecencia antes citada, constituye “la más sagrada de las funciones que la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149) encomienda a la Comisión”.

Sexto.—En el motivo décimo, se denuncia por los recurrentes la infracción de la doctrina jurisprudencial de esta Sala sobre apreciación del nexo causal en los supuestos de responsabilidad por omisión de la Administración. Entiendo que el motivo ha de estimarse ante la existencia de un deber jurídico de actuar por parte de la Comisión que, en consecuencia, ha de responder del daño causado que deriva de la falta de ejercicio de las facultades conferidas por la Ley al órgano encargado de velar por la seguridad en el ámbito del Mercado de Valores, función que, directamente relacionada con la protección del inversor, naturalmente ha de exigirse en términos de razonabilidad por cuanto no puede hacerse responsable a la Administración de cualquier riesgo que el inversor sufra en el desarrollo normal de las actuaciones de dicho libre mercado, mas ello en modo alguno puede excluir la responsabilidad de la Administración que, conociendo el alcance y riesgo que las irregularidades existentes en la agencia suponían, deja de actuar durante un largo período de tiempo sin ejercer en plenitud las facultades que el ordenamiento le confiere, y de la que la menos restrictiva resul-

taba la información al público sobre dichas irregularidades, lo que evidentemente hubiera impedido, o al menos minorado, el grave riesgo sufrido en su patrimonio por los recurrentes como consecuencia de la pérdida de la inversión.

Séptimo.—Estimado en los términos que resultan de lo anterior el presente recurso de casación, procede resolver el debate en los términos planteados y, en consecuencia, estimar parcialmente el recurso Contencioso-Administrativo interpuesto por la representación de D.^a Regina, D. Íñigo, D. Ramón y D. José Pablo contra la resolución del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de febrero de 1999, cuya resolución deberá anularse por su desconformidad con el ordenamiento jurídico, reconociendo el derecho de los recurrentes a recibir de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el importe de la cantidad solicitada por los mismos, cuya cuantía no ha sido cuestionada por la representación de la Administración, y cuyo importe concreto se fijará en ejecución de sentencia, con deducción del mismo de la cantidad que pudiera haber percibido como resultado de la suspensión de pagos y del procedimiento penal tramitado en relación con los hechos a que este recurso se refiere; sin que se aprecien méritos para una condena en costas en el instancia ni en el recurso de casación.

Dado en Madrid, en la misma fecha de la sentencia de la que se discrepa.

SUMARIO

- I. PUNTO DE PARTIDA: LA EXAGERADA TENDENCIA A EXIGIR RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL A LOS ORGANISMOS PÚBLICOS.
 - II. UN ASUNTO RECIENTE: LA SENTENCIA DE 16 DE MAYO DE 2008.
 - III. ENSEÑANZAS PARA EL FUTURO.
-

El conocimiento de escándalos financieros impone preguntar sobre el papel que han jugado las autoridades supervisoras de los mercados financieros. Es cierto que las grandes pérdidas originadas tienen sus causas en la inagotable codicia de muchos que

creyeron haber encontrado en sus fórmulas de alquimia la piedra filosofal para obtener rentabilidades y ganancias continuas. Pero, junto al examen de esas prácticas negociales tan perniciosas, conviene dirigir la mirada hacia los organismos públicos para analizar por qué, con tantas facultades de control, hay un gran sentimiento de frustración e, incluso, de fracaso de la regulación. Es más, si estos organismos supervisores, regidos por un estatuto jurídico tan singular, no deberían responder del mal funcionamiento del sistema financiero, máxime cuando en España el régimen jurídico de la responsabilidad patrimonial pública ha alcanzado grandes cotas de expansión.

I. PUNTO DE PARTIDA: LA EXAGERADA TENDENCIA A EXIGIR RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL A LOS ORGANISMOS PÚBLICOS

La construcción del principio de responsabilidad patrimonial del Estado ha constituido una apasionante cruzada para implantar la religión de la Justicia en todos los territorios en los que se ejerce el poder. Una batalla en la que se consiguieron desterrar heréticos privilegios de inmunidad (como el conocido *the king can do not wrong*), que resultaban inadmisibles en la conformación de los nuevos Estados de Derecho. La defensa de la legalidad, la seguridad jurídica, la interdicción de la arbitrariedad, la promoción de la igualdad de los ciudadanos, traen de la mano el principio de responsabilidad del poder. Sin embargo, no se ha detenido esa lucha, que me he permitido calificar de apasionante, en consolidar sus posiciones, levantando una fortaleza que describa un preciso régimen jurídico de responsabilidad pública, con tasados presupuestos para su reconocimiento y unas claras pautas o criterios para establecer justas indemnizaciones. Tal parece como si el entusiasmo de esas iniciales conquistas se hubiera desorbitado y quisiera avanzar hacia cualquier territorio jurídico, donde exista alguna mínima influencia de ejercicio de poder. Entusiasmo animado, sin duda, por la facilidad que implica levantar el estandarte del dogma de una responsabilidad objetiva, sin la engorrosa carga de probar culpabilidad alguna para conseguir una indemnización, perspectiva en la que aún se halla anclado el Derecho privado. Así, muchos abogados han utilizado esas armas legales para extender el reino de la responsabilidad patrimonial de las Administraciones públicas a múltiples relaciones jurídicas. La larga sombra del Estado sobre los más diversos sectores en que desenvolvemos nuestra vida y actividad, ya sea por la regulación que existe, por algunos signos de intervención pública, como autorizaciones previas, por el mantenimiento de una supervisión o control, ha permitido a quienes defienden a los particulares atisbar un patrimonio público, siempre solvente, al que dirigir sus peticiones de indemnización. Ello, unido a la benevolente actitud de algunos jueces, quienes parecen creer que la Hacienda es un inmenso patrimonio que no sufre merma alguna, ha favorecido una gran expansión de la exigencia de responsabilidad pública y de su reconocimiento.

Por todo ello, el reino de la responsabilidad patrimonial del Estado se ha extendido de manera anómala por múltiples territorios jurídicos. Incluso, por el que ahora nos interesa, el sector financiero. Pero hay que saber que esa ampliación es objeto de crítica por la mejor doctrina jurídica, que la califica de desmesurada. Y es que, esta excesiva consideración de la Administración como garantizadora de cualquier menoscabo o perjuicio está degenerando y abriendo graves grietas en la fortaleza de su

régimen básico. Con estos excesos, se llega a confundir la responsabilidad con otras instituciones jurídicas de las que también derivan compensaciones y ayudas, ya sea la expropiación forzosa o las instituciones de solidaridad social. Además, esa continua y excesiva actitud reclamadora traslada a las instancias judiciales la determinación de criterios de solución, pues son muchas las imprecisiones que existen en esos terrenos pantanosos para exigir responsabilidad a las Administraciones y organismos públicos. Un riesgo que acentúa la inseguridad y la desigualdad entre los ciudadanos, pues ofrecen una gran diferencia los criterios que cada juez o tribunal aporta.

Pero hay más. La alegre extensión de exigir en todo caso responsabilidad patrimonial a la Administración contribuye a que se pierda el sentido básico de las funciones que ha de cumplir este principio general del Estado de Derecho. Por un lado, su fundamento primigenio, satisfacer cierta Justicia ante los singulares daños injustos, “antijurídicos”, que causa la actuación del poder, y, por otro, el de advertir ante esas exigencias cómo funciona realmente la Administración, de tal modo que sirva esta institución como mecanismo de control interno de sus actuaciones para evitar los “funcionamientos anormales”. Extender la cómoda concepción de que siempre contamos con la posibilidad de exigir responsabilidad, que siempre podemos reclamar la presencia de la Administración pública sobre el escenario, cualquiera que sea la obra que se represente, implica desvirtuar no sólo el régimen de responsabilidad pública, sino algo más: se minarían las bases del Derecho de responsabilidad personal.

Por todo ello, a los efectos que aquí nos interesan, conviene comenzar diciendo que la mayoría de las relaciones que se traban en el sector financiero son privadas: de clientes bancarios con entidades financieras, de inversores con empresas bursátiles, de ciudadanos que aseguran determinados riesgos... Si en este proskenio surgen perjuicios habrá que dirigir los focos, en primer lugar, a las empresas que han intervenido. De las obras que se representan responden sus autores y actores, no la Administración, que no podría asimilarse en esta analogía teatral ni a un director de escena. A lo sumo, podría considerarse que es la propietaria del teatro y tiene cierto derecho de admisión al permitir la entrada de unas u otras compañías. La Administración asume el correcto funcionamiento de todo el sistema. Y, si hay que requerir su presencia, deberá precisarse cuál ha sido su responsabilidad al permitir que actúen determinados protagonistas, pero no atribuirle sus concretos yerros. Y mucho menos, reclamar ante las decepciones que hayamos sufrido como espectadores, cuando hemos elegido voluntariamente la obra que queremos ver representada.

La responsabilidad es, en principio, personal. Por el incumplimiento de un deber o por los daños de una propia actuación u omisión. Ante los perjuicios que se deriven en las relaciones financieras hay que preguntarse, primero, quiénes fueron los directos protagonistas. La Administración sólo responderá si está obligada a un concreto deber de actuación o si su deber de “vigilancia”, de cuidado básico del sistema financiero, llega realmente a encauzar la actuación de los protagonistas de tal forma que se hubiera podido impedir la producción de daños y perjuicios. Estos aspectos deberán ser estudiados para no extender de manera hipertrofiada una responsabilidad pública. Porque, en este análisis en el que discuto la cómoda atribución de responsabilidad a los organismos supervisores, no hay que olvidar tampoco que las desmesuras contribuyen a la continua sangría de fondos públicos.

II. UN ASUNTO RECIENTE: LA SENTENCIA DE 16 DE MAYO DE 2008

Un reciente pronunciamiento del Tribunal Supremo nos puede servir como útil guión para analizar y debatir sobre la responsabilidad de los organismos supervisores del sistema financiero. Me refiero a la sentencia de 16 de mayo de 2008, lógicamente de la sala de lo contencioso-administrativo, que resuelve la petición de responsabilidad patrimonial presentada por varios inversores frente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El estallido del conflicto sorprende a la opinión pública a principios del año 1998, cuando la Comisión adopta la medida extraordinaria de intervenir una agencia de valores y remite al juzgado la documentación para iniciar un proceso concursal. Pero su origen data de años antes. La agencia de valores operaba desde hacía tiempo, captando el ahorro de inversores minoristas. En el año 1996, fruto de una inspección ordinaria, la autoridad bursátil detecta varias irregularidades formales y contables. En concreto, la Comisión advirtió que la agencia anotaba los valores de sus clientes a su nombre, cosa que tenía prohibido al no poder tener las agencias una cartera propia. Tras requerimientos y análisis de documentación y de la auditoría (que en principio nada señalaba), se realizó otra inspección extraordinaria en la que la Comisión reparó en que, no sólo no se habían corregido las irregularidades anteriores, sino que existían unas complejas operaciones financieras que debían analizarse. De manera resumida: se compraban a nombre de los clientes valores estructurados a través del crédito de un banco domiciliado en las Bahamas, que a su vez los adquiría también a crédito en los mercados internacionales. Esto daba lugar a una doble financiación con la garantía de una doble prenda, de la que no estaban enterados los clientes. Las inversiones eran cuantiosas, pues este producto financiero se había ofertado con una alta rentabilidad (superior al diez por ciento anual) y, además, se había facilitado a los clientes incrementar sus inversiones con créditos a muy bajo interés. Sin embargo, no se había advertido que tales inversiones contenían un grandísimo riesgo, a saber, el de invertir en mercado de futuros de países hispanoamericanos, que se incrementaba porque se utilizaban los propios títulos de inversión como garantía de los créditos.

La Comisión instó a la agencia para que informase a sus clientes de manera completa de la peculiar pignoración de los valores. La quiebra de una entidad filial del banco de las Bahamas precipitó los acontecimientos y la Comisión acordó remitir a la fiscalía la documentación e incoar expediente sancionador a la agencia y su intervención. A los pocos días la agencia suspendió pagos.

Los inversores impulsaron varias medidas de reacción para tratar de recuperar parte del dinero perdido: procesos penales, procedimiento ante el fondo de garantía y petición de responsabilidad patrimonial a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Les estaba vedado el proceso concursal, ya que sus valores estaban pignorados.

Con relación a la exigencia de responsabilidad patrimonial del organismo supervisor, que es lo que aquí nos interesa, consideraban los clientes de la agencia que la autoridad bursátil no había actuado de manera eficaz para proteger sus inversiones. Una responsabilidad por omisión que originaba el consiguiente derecho a percibir una indemnización. La reclamación es desatendida por el Ministerio, el recurso ante la

Audiencia es también desestimado y lo mismo ocurre ante el Supremo. La sentencia que este alto Tribunal adopta, así como el voto particular que se formuló a la misma, nos permiten debatir los presupuestos para exigir responsabilidad a estos organismos públicos.

Los recurrentes fundaron su petición de responsabilidad en que la Comisión no actuó con la debida diligencia e hizo dejación de sus funciones de inspección y sanción. La sentencia rechaza estas alegaciones. Por un lado, con relación a la potestad sancionadora, entiende el Tribunal que la regulación que realiza la Ley del Mercado de valores no impone un deber inmediato de incoar un procedimiento sancionador cuando se tienen los primeros indicios de una actuación irregular. En términos de la sentencia, el silogismo es fácil de formular:

“si no hay un deber jurídico que pese sobre la Administración, no puede haber responsabilidad patrimonial de la misma por omisión o inactividad” (*Vid.* Fundamento de Derecho Tercero).

Esta afirmación no debe malinterpretarse. A mi juicio, claro que las autoridades supervisoras tienen un deber jurídico general de perseguir las conductas ilegales. Supone la materialización de esa importante potestad, la potestad sancionadora, que se les ha atribuido. Y si se advierte que una autoridad no dirige sus energías a perseguir las infracciones podrá cuestionarse si no incurre en “dejación de funciones” y exigirle responsabilidad por esa falta administrativa grave.

Pero una cosa es el deber general y otra distinta la concreción de ese deber. En otros términos más apropiados, la “obligación” estricta de iniciar un procedimiento sancionador, esto es: ¿cuándo está obligada la Comisión a incoar un procedimiento sancionador? ¿A partir de qué momento? Parece oportuno exigir que la Administración cuente con algunos apoyos mínimos: comportamientos sospechosos, irregularidades contables, ciertas dudas de legalidad... elementos que introducen incertidumbres sobre una correcta y buena actuación negocial. Es cierto que, a diferencia de los procedimientos sancionadores comunes, la normativa aplicable no exige que en el acuerdo de iniciación consten ya los hechos que motivan su incoación, así como su posible calificación e, incluso, las sanciones que pudieran corresponder. Estos contenidos son excepcionados en el Reglamento que regula el procedimiento sancionador en los mercados financieros (art. 3 del Real Decreto de 3 de diciembre de 1993). Pero resulta evidente que siempre la Comisión del Mercado de Valores habrá de tener unos mínimos datos en los que apoyar sus dudas sobre la comisión de una infracción.

En este sentido, la afirmación de la sentencia es adecuada. Si no existe una evidente obligación de abrir un expediente sancionador, no puede exigirse responsabilidad patrimonial a la autoridad bursátil.

Estrechamente conectadas con la potestad sancionadora, están las funciones de inspección. También rechaza la sentencia las alegaciones relativas a los incumplimientos de los deberes de inspección y se niega que la Comisión Nacional del Mercado de Valores hubiera estado inactiva. Durante el año 1997 no cejó en remitir requerimientos para que se corrigieran las irregularidades y se comunicara a los clientes la doble prenda existente sobre los valores. Eso parece suficiente, a juicio de la Sala, para

eximir de responsabilidad a la Comisión. El magistrado que discrepa con un voto particular del pronunciamiento mayoritario, considera, por el contrario, que desde enero de 1997 advirtió la Comisión de la gravedad de las irregularidades y que, desde ese momento, tenía que haber hecho un uso razonable de sus potestades para proteger a los inversores y al mercado. Es en esa fecha cuando se conoce que la agencia tenía a su nombre los valores de los inversores y que existían irregularidades contables y de registro. Según este magistrado (Agustín Puente Prieto), era en ese momento cuando se tenía que haber actuado con cierta contundencia y no un año después:

“Al no proceder a instruir expediente sancionador, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que solamente actúa instruyendo dicho expediente un año largo después, cuando ya es conocedora de la suspensión de pagos de la Agencia, ha hecho una clara dejación de sus funciones, sin que su responsabilidad pueda entenderse disminuida por los diversos recordatorios de orden verbal y escrito que la Comisión realizó, máxime cuando las irregularidades estaban detectadas...” (*Vid.* Fundamento Tercero del Voto Particular).

Es cierto que, del relato de los hechos, sabemos que los requerimientos y comunicados se prolongaron durante todo un año. Pero también hay que considerar que lleva tiempo conseguir la documentación, analizarla y comprobarla, pedir precisiones, contrastarla con otras entidades las operaciones, etc... Aunque los programas informáticos ayudan, aunque se comparen los datos y se establezcan alertas, el análisis no es fácil. Ni tampoco es automática la recepción de la documentación y la apertura de un procedimiento sancionador. En estas actuaciones hay que confiar siempre en la profesionalidad de los técnicos e inspectores de la autoridad supervisora y en que el funcionamiento se desarrolle a un ritmo razonable.

A mi entender, las fechas de los requerimientos que recogen la sentencia resultan algo espaciadas. Desde enero de 1997 hasta octubre de ese mismo año hay varias comunicaciones y, a partir de esa inspección extraordinaria en octubre, parece que la actuación de la Comisión mantiene una persistente presión para corregir la conducta de la agencia. Esto significa más de nueve meses, lo que, a mi juicio, sí parece un largo período para mantener abierta una investigación. Los procedimientos administrativos han de tramitarse, con carácter general, en un plazo más corto. El deseable puede alcanzar hasta tres meses, aunque el común se extiende hasta los seis (art. 42 de la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas). Pero se debería rechazar que se supere este plazo, máxime cuando, en el ámbito financiero, el tiempo es un valor importante. Los plazos deberían ser más reducidos, como se advierte con facilidad en la adopción de medidas con relación a la negociación bursátil, donde no se piensa en meses, sino en horas. En todo caso, el Supremo también rechaza la responsabilidad de la Comisión por dejación de funciones.

Esa misma argumentación, de que la inexistencia de un deber jurídico de actuar implica la inexistencia de responsabilidad patrimonial, sirve también para desatender el reproche que presentaban los inversores, relativo a la falta de actuación al no haber decidido la intervención de la agencia. Las medidas de intervención de las entidades financieras y la posible suspensión de las competencias de los directivos y consejeros son instrumentos que tienen un carácter extraordinario. Sólo ante situaciones de “ex-

cepcional gravedad”, en las que se ponga en peligro la estabilidad, liquidez o solvencia de la entidad, se podrán adoptar estas medidas. En el conflicto que recuerdo, la Comisión adoptó la intervención en febrero de 1998, cuando conoció la quiebra de uno de los bancos que financiaban esas operaciones. Fue en ese momento cuando, al advertir los posibles problemas de liquidez, se adopta esa medida tan contundente. Con anterioridad, parece que no existieron indicios que pusieran de manifiesto unos graves problemas de liquidez o solvencia de la entidad.

Como explica la sentencia:

“... no se trata únicamente de que en esta materia haya que dejar un margen de apreciación a la CNMV (...) se trata también de que la más elemental prudencia exige no acudir a una medida tan drástica como la intervención (...) lo contrario podría dar lugar a muy graves alteraciones de un mercado tan sensible como éste...” (Vid. Fundamento de Derecho Sexto).

Pero hay un aspecto en el que los magistrados, tanto de la Audiencia Nacional como del Tribunal Supremo, sí realizan un cierto reproche hacia la inactividad de la Comisión, a saber, en relación con el deber que tiene esta institución de promover una adecuada información. La Ley del Mercado de Valores establece que la Comisión podrá ordenar a las entidades que actúan en el mercado de valores que pongan “*en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones significativas*” cuando puedan afectar a la negociación de los mismos (art. 89 de la LMV). Cuando la Comisión conoce la doble pignoración de algunos valores (el día 25 de noviembre) requiere a la agencia la comunicación de este hecho. Pero el requerimiento se realiza el día 9 de diciembre, ¡14 días más tarde! Casi una eternidad en el precipitado mundo bursátil, en el que las decisiones se adoptan en breves momentos. Una diligencia decimonónica movida por la tracción animal hubiera tardado menos tiempo en llevar el requerimiento desde Madrid a Zaragoza. Pero lo que resulta más grave, a mi entender, es que, ante la desobediencia de la agencia, la Comisión no informara a los inversores de manera directa, como podía haber hecho en uso de sus facultades administrativas. Aquí sí se reprocha justamente a la Comisión que no asumiera ella la realización de las comunicaciones oportunas para informar a los inversores. En este caso sí se advierte, a mi juicio, un incumplimiento de la obligación de proteger a los inversores, al omitir la información con la que contaba.

No obstante, aunque en este caso se percibe una omisión en la debida actuación de la autoridad bursátil, como explica la sentencia, no concurría sin embargo otro requisito esencial para establecer la responsabilidad patrimonial, a saber, faltaba el nexo de causalidad, la relación causa-efecto, entre esa omisión y el perjuicio de los inversores:

“... el 25 de noviembre de 1997 los valores estaban ya pignorados y los recurrentes no habrían ya podido hacer nada para evitar las consecuencias de la doble prenda...” (Vid. Fundamento de Derecho Séptimo).

En definitiva, se rechaza la petición de indemnización al considerarse que no existieron incumplimientos de deberes de actuación y, a lo sumo, si la Comisión hubie-

ra actuado de manera diligente, remitiendo la información a los inversores, no hubiera evitado los perjuicios.

III. ENSEÑANZAS PARA EL FUTURO

Algunas enseñanzas deberíamos extraer de esta sentencia. Recuérdse que la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá responder patrimonialmente cuando haya incumplido una obligación específica que fija el Ordenamiento. Cuando realmente se advierta que hay una evidente dejación de sus funciones de supervisión, inspección o sanción. Cuando se pueda pensar, de manera razonable, que, de haber actuado el organismo supervisor, no se hubieran llegado a producir los perjuicios a los clientes e inversores, que su correcta actuación hubiera conseguido evitar esas pérdidas.

Pero también otras enseñanzas deberían asumir las autoridades supervisoras de los mercados financieros. Porque, como señalé al principio, el régimen de responsabilidad patrimonial de las Administraciones públicas se dirige a paliar los perjuicios originados, pero otra importante finalidad es advertir el defectuoso funcionamiento de los organismos públicos y servir como mecanismo de control y, en consecuencia, de enmienda. En este sentido, creo que deberían insistir los organismos supervisores en seguir un ritmo de *allegro presto* acorde con la agilidad que preside las relaciones económicas. Debería rechazarse que, con los medios informáticos que existen en la actualidad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores mantenga su inspiración en el régimen de actuación que rigió la Administración de don Antonio Cánovas.

Además, es muy importante el recordatorio que realizan las sentencias de la Audiencia Nacional y del Supremo sobre la obligación de la Comisión de facilitar una correcta y completa información para proteger a los ciudadanos. Ése es uno de los medios más destacados en la Ley del Mercado de Valores: la difusión de información para conseguir los fines que justifica el estatuto jurídico especial de este organismo, la transparencia del mercado, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores. Y, sobre todo, cuando no se realiza la información por las empresas, ha de ser consciente la Comisión de que, como organismo público y en uso de sus facultades administrativas, tiene la obligación de garantizar su difusión.

En conclusión, las autoridades financieras tienen un deber de vigilancia. Pero es un deber general que no puede concretarse en un absoluto y total seguimiento de toda conducta, actividad, movimiento de cualquier entidad o inversor, lo que le convertiría en un omnipresente vigilante. Eso debe quedar reservado para las novelas, como *1984* de Orwell. Lo que debemos exigir a estas instituciones es que cumplan su actividad de manera “razonable” y con cierta agilidad. Que las actuaciones de inspección se realicen en tiempos adecuados, máxime cuando las relaciones financieras se suceden con gran rapidez. Que no haya tratos de favor con una u otras entidades porque, aunque sabemos que *poderoso caballero es don dinero*, es prioritaria la protección de los depositantes e inversores y debe garantizarse la transparencia del mercado. En fin, sólo ante graves incumplimientos de sus deberes podrá levantarse el dedo acusador hacia estas autoridades.

Una última consideración que no procede de la sentencia, sino de la observación de la realidad y de los cambios vertiginosos en la negociación financiera. A mi entender, de poco servirá profundizar en el análisis de la responsabilidad del organismo supervisor español cuando conocemos que muchos productos financieros se aprovechan de la fragmentación, y consecuente ineficacia, de las distintas regulaciones y supervisiones financieras que existen en Europa. Hay países europeos donde algunos fondos de inversión carecen de supervisión pública. De ahí que urja promover la unificación del sistema de supervisión. ¿De qué nos sirve presumir de una autoridad supervisora interna, responsable de sus actuaciones, si quedan fuera de sus fronteras y del ámbito de su competencia la mayoría de las inversiones y negociaciones financieras?

NOTICIAS

1. MODELOS SOBRE LOS ANUNCIOS Y LAS SOLICITUDES DE AUTORIZACIÓN DE LAS OPAS

La Circular 8/2008, de 10 de diciembre de la CNMV (v. BOE de 29 de diciembre de 2008), ha establecido unas normas sobre los modelos a los que deben ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las OPAs. Esta disposición encuentra su fundamento en el artículo 16.5 del Reglamento de OPAs que confirió a la CNMV la facultad de determinar por medio de una Circular el modelo al que deban ajustarse los anuncios de OPAs, pensando en la variedad de los mismos conforme a la diversa naturaleza de la oferta. La CNMV ha utilizado esa facultad y en una sola circular ha regulado los diversos supuestos de “*anuncio de oferta*” teniendo en cuenta la diversa naturaleza de la misma, e incluso también ha regulado el relativo a la solicitud de la oferta al que se refiere el artículo 17 del reglamento.

La Circular 8/2008 de la CNMV que establece el “modelo de anuncio” declara que el anuncio previo a la solicitud de autorización de la oferta deberá ajustarse al modelo contenido en el anexo I y en su norma 1.^a establece que “El contenido del anuncio deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño, y se redactará de forma que resulte fácil el análisis y la comprensión de su contenido. Se incluirán, a tal efecto, cualesquiera otras informaciones adicionales a las previstas en esta Circular que a juicio del oferente puedan resultar necesarias”.

La Circular 8/2008 no simplemente ha determinado el modelo de este anuncio previo para las distintas clases de oferta, sino que al redactar su contenido ha alterado, en cierto sentido, el valor del propio acto del anuncio previsto en el artículo 16 de la norma reglamentaria al realzar su importancia, con lo cual ha modificado en cierto modo el proceso establecido por el propio reglamento que conduce a la “publicación de la oferta” una vez autorizada por la CNMV y a la que se refiere el artículo 22 del reglamento. Porque mientras este reglamento parece que quiso distinguir las cuatro etapas importantes de ese proceso de formulación de la oferta, como son: su anuncio previo, la solicitud a la CNMV acompañada de toda la documentación (folleto explicativo incluido), la autorización de la oferta por la Comisión y su publicación por el oferente, la Circular, que se ocupa de ciertos aspectos normativos tanto del proceso del anuncio como de la solicitud de autorización, da la impresión de que ha querido potenciar el primer anuncio de la oferta. Incluso prevé en su norma 2.^o la posibilidad de que el anuncio de oferta y la solicitud de autorización se formulen simultáneamente.

El artículo 16 del reglamento, al tiempo que establece el deber de hacer pública la decisión de formular una oferta o bien de estar obligado a hacerlo, se ocupa de determinar, según los casos, cuándo debe efectuar el futuro oferente esa publicación. Parece

claro que al tratarse de una información relevante, aparte de otros medios que puedan emplearse para hacer público el anuncio de la decisión de formular una OPA, se habrán de tener en cuenta los términos establecidos por el artículo 82 de la LMV, completado por el Real Decreto 1333/2005, y lo dispuesto en el artículo 117 de la LMV sobre instrumentos de información, en particular la página web de la sociedad. El artículo 16 tanto en su apartado 1 relativo a las ofertas voluntarias, como a la oferta obligatoria, alude al artículo 82 de la LMV, si bien en este último caso si el obligado a formular la OPA solicita dispensa de formularla o su intención de reducir su participación por debajo del 30%, tras hacer el anuncio de estos hechos, deberá hacer público posteriormente que esa dispensa le ha sido denegada o, en su caso, que no ha podido reducir su participación de manera que se mantiene su obligación de formular la OPA y su decisión de formularla (cfr. art. 16.2). En otro caso, puede incurrir en los efectos que derivan del incumplimiento de la obligación de formular la OPA.

El anuncio previsto en el artículo 16 y detallado en la Circular 8/2008 de la CNMV recoge informaciones que podemos calificar como comunes y otras específicas para determinados tipos de oferta. Este artículo 16 se ocupa sólo de las obligatorias por toma de control y las voluntarias. La Circular hace referencia a las demás modalidades de OPAs reguladas por el reglamento como las de exclusión, las de adquisición de acciones propias y de las competidoras. Además de las menciones que realiza, la Circular indica, bien con carácter general, o bien para una modalidad, que se incluirá *“cualquier otra información que a juicio del oferente pueda resultar necesaria para una adecuada comprensión de la oferta anunciada”*.

El anuncio debe indicar que se trata de una manifestación de la decisión de presentar una oferta pública de adquisición, de la que se informa sobre sus aspectos generales, que se han de completar de forma detallada posteriormente y que está condicionada a su autorización por la CNMV. La Circular 8/2008, completando el sentido del artículo 16 del Reglamento de OPAs, exige que el anuncio de oferta vaya encabezado por la siguiente advertencia: “El presente anuncio se hace público en virtud de lo previsto en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y contiene las principales características de la oferta, que está sujeta a la preceptiva autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los términos y características detallados de la oferta estarán contenidos en el folleto explicativo que se publicará tras la obtención de la referida autorización”. La exigencia de la publicación de un anuncio previo que ha de tener un contenido mínimo preciso sobre las condiciones de la oferta que se somete a la autorización de la CMNV deja clara la voluntad del oferente de presentar una OPA, cuyas principales características transcribe, lo que nos pone de manifiesto la ilicitud de un anuncio impreciso sobre la presentación de una OPA o de la formulación de una simple promesa de oferta futura.

La Circular detalla las informaciones que deben figurar en el anuncio, relativas tanto a la identificación del oferente, la decisión de formular una OPA, el tipo de oferta, así como diversos detalles de la OPA, que son distintos en ocasiones de acuerdo con la naturaleza de OPA de la que se trate.

La Circular se ha ocupado también de la solicitud de autorización de la OPA a la CNMV que se ha de efectuar, conforme a lo previsto en el artículo 17 del Reglamento de OPAs, que habrá de concluir tras su examen por parte de la CNMV en la decisión de aprobar o no la OPA, que en caso positivo deberá publicar el oferente. En esta solicitud de autorización cuando se presente después del anuncio de la oferta, deberá indicarse en el propio escrito la fecha en que se realizó dicho anuncio y habrá de precisarse si se confirman las informaciones y las características de la oferta que en dicho anuncio se publicaron, o bien se habrán de señalar las variaciones que se hubieran producido. Este anuncio deberá acompañarse con la documentación complementaria a la que se refiere ese Reglamento de OPAs entre las que destaca el folleto explicativo de la oferta.

Fernando Sánchez Calero

2. 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

1. La adecuada protección de los consumidores y usuarios en el mercado financiero exige una regulación eficiente de una serie de actividades que presentan una importancia creciente en la práctica y que, al no estar reservadas a los intermediarios autorizados para operar en el mercado bancario (entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito), pueden provocar situaciones de riesgo para los ahorros de aquellos usuarios que resultan particularmente inadecuadas en un contexto de crisis financiera profunda como en el que nos encontramos. En concreto, se trata de las siguientes actividades no reguladas: en primer lugar, la concesión de créditos y préstamos hipotecarios por empresas que no son entidades de crédito. En segundo lugar, los servicios de intermediación en los contratos de préstamo o crédito.

2. Partiendo de la base de que las dos actividades señaladas pueden ser útiles a los consumidores porque, respectivamente, permiten una búsqueda más eficiente de créditos y préstamos disponibles e incrementan su poder de negociación con los prestamistas, siempre que se desarrollen con los niveles necesarios de transparencia y profesionalidad; se ha adoptado una iniciativa legal de regulación de aquellas actividades, de la que damos noticia. Así, el pasado 11 de diciembre de 2008 se publicó el “Proyecto de Ley por el que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito” [BOCG, Senado, IX Legislatura, Serie II, n.º 8 (a), texto remitido por el Congreso de los Diputados] que tiene por finalidad establecer una regulación específica de protección de los consumidores con ocasión del desarrollo de las actividades indicadas en este sector del mercado financiero.

3. El sistema de protección proyectado se articula a través de dos tipos de disposiciones: unas comunes a ambas actividades y otras específicas de cada una de ellas. En primer lugar, las Disposiciones Generales contenidas en el capítulo I del Proyecto de Ley, tras delimitar su ámbito de aplicación y fijar el carácter imperativo de sus preceptos, en el sentido de que los derechos que reconoce a los consumidores serán irrenunciables; establecen una serie de instrumentos típicos de regulación en los mercados financieros, como son la exigencia de que las empresas que presten aquellas actividades se inscriban en los Registros públicos de las Comunidades Autónomas correspondientes a su domicilio social, cumplan una serie de obligaciones de transparencia en relación con los contratos que utilicen y las tarifas de precios que apliquen y tengan contratado un seguro de responsabilidad civil o un aval bancario. Además, se establecen las bases de un sistema sancionador y de sendos mecanismos de resolución extrajudicial de conflictos y de ejercicio colectivo de acciones de cesación.

4. En cuanto se refiere a la primera actividad de contratación de préstamos o créditos hipotecarios —que se define como “la concesión de préstamos o créditos hipotecarios bajo la forma de pago aplazado, apertura de crédito o cualquier otro medio equivalente de financiación” [artículo 1.1.a)]— el capítulo II del Proyecto regula los siguientes aspectos: la publicidad y las comunicaciones comerciales; el folleto informativo y la información previa al contrato en cuanto a la propia empresa, al préstamo o crédito hipotecario ofrecido y al contrato de préstamo o crédito hipotecario que deben facilitar gratuitamente las empresas a los consumidores; la forma de prestar servicios de tasación del bien hipotecado u otros servicios accesorios; el deber de las empresas de hacer una oferta vinculante al consumidor y los términos de la misma; las características de los contratos de préstamo o crédito hipotecario concedidos, y los deberes notariales y registrales que aquellas empresas han de cumplir.

5. En cuanto se refiere a la segunda actividad de intermediación —que se define como “la intermediación para la celebración de un contrato de préstamo o crédito con cualquier finalidad, a un consumidor, mediante la presentación, propuesta o realización de trabajos preparatorios para la celebración de los mencionados contratos, incluida, en su caso, la puesta a disposición de tales contratos a los consumidores para su suscripción” [artículo 1.1.b)]— el capítulo III del Proyecto regula los siguientes aspectos: la publicidad y las comunicaciones comerciales; la información previa al contrato en cuanto a la propia empresa, al servicio de intermediación ofrecido y al contrato de intermediación que deben facilitar gratuitamente las empresas a los consumidores; las características de los contratos de intermediación, y las obligaciones adicionales en la actividad de intermediación.

6. En conclusión, la Ley proyectada normalizará una “zona oscura” —por no regulada— de los servicios financieros que se prestan a los consumidores y, por ello, hay que saludar esta iniciativa legal. Sin embargo, esta regulación proyectada nos suscita dos preguntas que hacemos en alta voz: ¿Por qué no se generaliza el régimen de garantías y requisitos que se exigirán a las empresas que prestan las actividades señaladas a los casos en los que la contraparte de sus servicios no sea un consumidor? ¿Por qué no se ha reservado el desarrollo de estas actividades a los establecimientos financieros de crédito, ya regulados por la Ley 3/1994, el Real Decreto-Ley 12/1995 y el

Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, inscritos en el Registro correspondiente del Banco de España y que cuentan como la primera de las actividades típicas, “las de préstamo y crédito, incluyendo crédito al consumo, crédito hipotecario y la financiación de transacciones comerciales [art.1.1.a) del Real Decreto 692/1996]?”

Alberto Javier Tapia Hermida

3. ¿QUÉ PASA CON LAS “VENTAS EN CORTO”?

Los mercados financieros nos tienen acostumbrados al uso de términos en inglés. La soltura y frecuencia con que se empleen parecen demostrar la mayor pericia o conocimiento del sector de quien recurre a ellos. En este caso, por fortuna, la palabra *short-selling* sí cuenta con una traducción muy directa que es de uso más corriente, las “ventas en corto”.

Con ocasión del estallido de la crisis financiera en 2008, la atención se centró en las entidades financieras, cuyos avatares podían afectar a todo el sector, observándose entonces que la realización de las denominadas “ventas en corto” sobre acciones de aquéllas podrían influir negativamente en la situación de una entidad al cuestionar su cotización en los mercados oficiales. El Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), reunido en sesión extraordinaria el 22 de septiembre de 2008, adoptó el *Acuerdo en relación con las ventas en corto descubiertas*. Tras recordar que las “ventas en corto descubiertas” (esto es, sin titularidad efectiva de las acciones) están prohibidas en el ordenamiento jurídico español desde el Reglamento de la Bolsas de Comercio (aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio, en su artículo 64, conforme al cual “*en el mercado de contado sólo podrán negociarse por los vendedores los títulos-valores de los que sean propietarios con anterioridad*”), el Acuerdo contiene una definición de las “ventas en corto descubiertas” como “*aquellas en las que el vendedor no disponga previamente de los valores que vende, bien sea por medio de una adquisición previa, de un préstamo de valores acordado o formalizado con anterioridad a la venta o del ejercicio previo irrevocable de un derecho de conversión, opción u otro instrumento derivado*”.

Constatada tal prohibición y, al propio tiempo, la dificultad de conocer el saldo de valores en préstamo, la CNMV ha optado por exigir la publicación como Hecho Relevante (a través del correspondiente Registro de la CNMV) de las posiciones cortas sobre acciones o cuotas participativas que excedan del 0,25% del capital negociado de los emisores que relaciona el propio Acuerdo, esto es los diez Bancos cotizados en la actualidad (más los Bancos filiales de Banco Popular que fueron absorbidos más tarde, en diciembre de 2008, Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia y Banco de Vasconia), la Caja de Ahorros del Mediterráneo, Grupo Catalana Occidente, Mapfre, Inverfiatc, Bolsas y Mercados Españoles y Renta 4. El Acuerdo contiene igualmente una definición de “posición corta” como “*el resultado neto de todas las*

posiciones en distintos instrumentos financieros, incluyendo las propias acciones y cuotas participativas y todo tipo de derivados sobre ellas, que supongan un efecto positivo para el titular ante descensos en el precio de las acciones sobre las que se declara la posición". Por ahora, la medida es una disposición abierta, sin un plazo de vigencia determinado.

Cualquier falseamiento u ocultación de información a estos efectos, podrá ser considerado por la CNMV como abuso de mercado, con las implicaciones sancionadoras consiguientes.

Desde la entrada en vigor del Acuerdo, con fecha 24 de septiembre de 2008, el Registro de Hechos Relevantes de la CNMV publica, casi a diario, las comunicaciones de estas operaciones.

De manera menos púdica, la normativa de Estados Unidos califica las ventas en descubierto como "desnudas". Las ventas en corto ya habían sido objeto de regulación por la *Securities & Exchange Commission* (SEC), de modo especialmente destacado a través del Reglamento SHO [que modificaba algunas reglas de la SEC, en particular de la Regla 10b-21 por las Reglas 200(a) a (f) del Reglamento], adoptado en junio de 2004 y cuyos deberes de información fueron exigibles a partir del 3 de enero de 2005 (estas reglas no se habían modificado desde 1938, prácticamente con la entrada en vigor de la *Securities Exchange Act* 1934). En todo caso, el 15 de julio de 2008 la SEC adoptó la "Orden de Emergencia de Julio", con la imposición de obligaciones de adquisición de títulos en caso de posiciones cortas para evitar la referida "desnudez". Aparte de las obligaciones de información sobre operaciones en corto sobre valores representativos de más del 0,25% del capital de las entidades cotizadas, adoptó igualmente en otoño medidas para proscribir las ventas en corto descubiertas (v. SEC, 17 CFR PART 240, Release No. 34-58774; File No. S7-08-08, RIN 3235-AK06, "Naked" Short Selling Antifraud Rule). Esas modificaciones se fueron renovando sucesivamente (con las *Exchange Act Releases* n.º 58572, de 17 de septiembre de 2008, n.º 58591, de 18 de septiembre de 2008, n.º 58592, de 18 de septiembre de 2008, n.º 58611, de 21 de septiembre de 2008, n.º 58591A, de 21 de septiembre de 2008, n.º 58773, de 14 de octubre de 2008, n.º 58775, de 14 de octubre de 2008, n.º 58785, de 15 de octubre entre otras) y tales normas extienden su vigencia, por ahora, hasta el 31 de julio de 2009.

No sólo las autoridades españolas y estadounidenses han adoptado medidas. El 18 de septiembre de 2008, en ejercicio de las competencias atribuidas por la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000, la *Financial Services Authority* (FSA) británica había adoptado medidas de urgencia en similar sentido [mediante el *Short Selling (No. 2) Instrument 2008*, continuado por el *Short Selling (No. 3) Instrument 2008*, de 23 de septiembre de 2008 y el *Short Selling (No. 4) Instrument 2008*, de 29 de octubre de 2009], si bien sometió a consulta pública un documento destinado, en particular, a sondear la opinión del sector acerca de los plazos previstos para la vigencia de dichas medidas. Por medio del *Short Selling (No. 5) Instrument 2009*, de 14 de enero de 2009 (explicado en el documento *Temporary Short Selling Measures*, publicado en la misma fecha), la FSA concretó las decisiones conforme a las cuales, el 16 de enero de 2009 quedaba sin efecto la prohibición de adquirir o incrementar posicio-

nes cortas sobre los valores de entidades financieras, y se extendió al 30 de junio de 2009 la vigencia de la obligación de publicar las posiciones cortas sobre tales valores.

También la *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) de Francia adoptó medidas para controlar y restringir las ventas en corto, a partir del acuerdo de su Consejo de 19 de septiembre de 2008. Por otro lado, constituyó el 6 de noviembre de 2008 un grupo de trabajo que examinara los posibles cambios normativos, grupo que publicó su informe con fecha 23 de febrero de 2009. Como resultado, la AMF ha sometido a consulta pública, hasta el 10 de abril de 2009, algunas cuestiones que pueden servir de base para una regulación más estricta de las ventas en corto, en general de manera más rigurosa que la propuesta por el grupo (el cual consideró que era conveniente aumentar la transparencia de las transacciones, pero no prohibir totalmente las ventas en corto).

Además de los citados, otros reguladores, entre los que se encuentran los de Alemania, Suiza, Francia, Irlanda, Portugal, Holanda, Italia, Bélgica, Canadá, Australia, Japón, Hong-Kong, Taiwan, Singapur, Corea del Sur, Filipinas e Indonesia, por ejemplo, adoptaron medidas equivalentes en los meses de septiembre y octubre de 2008, luego ampliadas.

En el caso de España, desde hace algunas semanas, se cruzan rumores y desmentidos más o menos oficiales acerca de que el Gobierno o la CNMV deban o se propongan prohibir totalmente las ventas en corto (v., por todas, *CincoDías.com*, 6 y 9 de marzo de 2009). Incluso la Junta General de la aseguradora MAPFRE adoptó de forma pionera el acuerdo de autorizar al Consejo de Administración la adquisición de acciones propias hasta un 5% del capital como medida de defensa ante operaciones especulativas de posiciones cortas (de las que responsabilizó en especial a los *hedge funds*). ¿Es el rumor la antesala de la noticia, como dijo el clásico?

Podría considerarse que las ventas en corto son un modo más de actuar en los mercados, una orientación en la decisión de inversión que dirige el riesgo hacia la dirección bajista. No obstante, al margen del supuesto de las ventas en descubierto —proscritas por constituir una negociación de valores sin un sustento real—, las ventas en corto han venido siendo criticadas como expresión de una especulación bursátil que no es neutra, sino que, por sí misma, ejerce una influencia negativa en la situación financiera de las entidades afectadas (tanto directa como indirecta, a través del daño reputacional) y, por tanto, en el mercado en general, sobre todo tratándose de emisores particularmente sensibles en esta coyuntura, como las entidades de crédito y las aseguradoras. Implicaciones éticas e incremento de la transparencia que deben dar lugar a un debate en profundidad. Posiblemente, el más perjudicado por su desaparición sería Montgomery Marvin, el personaje de la novela de Galbraith *El Profesor de Harvard* (*A Tenured Professor*, 1989), inventor y conejillo de Indias del “Índice de Expectativas Irracionales”.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

4. PROPUESTA DE DIRECTIVA QUE MODIFICA LA PRIMERA Y UNDÉCIMA SOBRE DERECHO DE SOCIEDADES

La Comisión Europea publicó en el mes de abril del año pasado (doc. COM/2008/194, de 17 de abril de 2008) una Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas 68/1991/CEE y 89/666/CEE relativas a las obligaciones de publicación y traducción a que están sujetos determinados tipos de sociedades.

La Directiva 68/1991/CEE, considerada como la primera del Derecho de sociedades, y que ha sufrido varias modificaciones, de las cuales quizá las más importantes son las llevadas a cabo por las Directivas 2003/58/CE, de 15 de julio de 2003, y la 2006/99/CE, de 20 de noviembre de 2006, se propone de nuevo una modificación con la finalidad de facilitar más la publicación de los documentos relativos a las sociedades de capital que se inscriben en el Registro Mercantil o en los Registros del Derecho de sociedades.

La esencia de la modificación radica en el uso de la técnica electrónica. A esos efectos se establece que la publicación de los actos e indicaciones mencionados en el artículo 2 de la Directiva originaria se ha de llevar a efecto mediante su inserción en una plataforma electrónica central que permita consultar toda la información publicada en orden cronológico. Se establece que los Estados miembros han de velar porque no se cobre a las sociedades una tasa específica en lo que se refiere a la obligación de publicación a través de una plataforma electrónica central o cualquier otra obligación adicional de publicación impuesta por los Estados miembros en relación con esos actos e indicaciones. Esta Propuesta ha sido examinada por el Parlamento Europeo, que emitió una Resolución sobre ella el 19 de noviembre de 2008, que sustancialmente da el visto bueno a la misma, sin perjuicio de algunas modificaciones de detalle.

La modificación de la Directiva 89/666/CEE relativa a las obligaciones de publicación y traducción en el caso de inscripción de sucursales en otro Estado miembro, tiende a facilitar esta traducción en el sentido de que no sea autenticada necesariamente en el Estado miembro, sino que puede efectuarse por otros procedimientos. Además, los Estados no impondrán dificultades para que los documentos sean publicados también en el idioma original. Esta Propuesta fue informada favorablemente con algunas modificaciones en la misma Resolución que examinó a la que nos hemos referido anteriormente.

Se establece en la Propuesta del Consejo que la transposición de estas dos Directivas en los ordenamientos nacionales debe efectuarse a más tardar el 30 de abril de 2010.

Alberto Ayala

5. SOMETIMIENTO A CONSULTA PÚBLICA DE CRITERIOS DE LA CNMV SOBRE NOTICIAS Y RUMORES REFERIDOS A VALORES COTIZADOS

De los mercados de valores suele decirse que son en buena medida mercados de información. De ahí que en la normativa aplicable sean constantes las previsiones que tratan de cómo hacer que la información acceda al mercado y sobre cuál debe ser el comportamiento de todos los implicados ante ciertas noticias que, con o sin fundamento, puedan influir en la cotización de los valores admitidos en los respectivos mercados. Basta con señalar al respecto las modificaciones introducidas en el texto de la LMV al hilo de su última reforma (en particular, art. 83 bis) para advertir la creciente importancia que estas disposiciones “informativas” cobran en la regulación de los mercados de valores. En relación con esta materia, el 22 de diciembre de 2008 la CNMV hizo público un documento titulado *Borrador de los Criterios de la CNMV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados*. Este documento se ha sometido a consulta pública hasta el día 30 de enero de 2009 (v. www.cnmv.es/cnmvdia/decetes/GuiaGestionNoticias.pdf), período tras el cual ha sufrido algunos cambios que han supuesto la introducción en el texto de frases más directas y contundentes, haciendo más severo en términos generales, el borrador inicial.

Con dicho documento, la CNMV señala que pretende alcanzar dos objetivos. El primero es singularmente elogioso puesto que trata de establecer de manera pública cuáles van a ser los criterios sobre los que se fundará lo que el propio documento describe como la pauta de actuación de la CNMV ante la difusión de noticias y rumores que afecten a la cotización. En segundo término, la CNMV trata también de exponer cuál es el grado de exigencia con respecto a la actuación esperada de los propios emisores y de los intermediarios financieros ante tales circunstancias que afectan a valores cotizados. El documento distingue dos situaciones como son la manipulación y la filtración que deben ser objeto de distinto tratamiento (haciendo, incluso, en este último caso, referencia al art. 285 del Código Penal por el delito en que se pueda incurrir) y a partir de ahí lleva a cabo una enunciación de lo que son las actuaciones esperables por parte de la CNMV, en donde detalla cuáles serán sus reacciones previsibles, por ejemplo, exigiendo o no la publicación de un hecho relevante o emitiendo un comunicado.

También es minucioso el documento a la hora de explicar cuáles son las actuaciones esperables por parte de los emisores, que en buena medida lo que hace es desarrollar el principio de vigilancia que establece el art. 83.bis.e) de la LMV.

Por último, el documento se refiere a las actuaciones esperables por parte de los intermediarios financieros. En este apartado cobra especial interés el tratamiento que merece la existencia de rumores sobre cotizaciones bursátiles y cómo deben ser tratados esos rumores por parte de los propios intermediarios financieros y de sus empleados.

Mónica Fuentes Naharro

6. CIRCULARES DE LA CNMV SOBRE NUEVAS NORMAS CONTABLES

La reforma contable está obligando a la revisión de los modelos de estados financieros a los que deben ajustar su contabilidad las entidades sometidas a regímenes especiales. En el ámbito de los mercados de valores, esto ha supuesto que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) dictara diversas Circulares a tal efecto.

Así, por medio de la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, la CNMV ha aprobado las nuevas normas contables y los modelos de cuentas anuales y los estados de información que van a tener que adoptar todas las empresas de servicios de inversión, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (v. BOE de 29 de diciembre de 2008).

Por medio de la Circular 11/2008, de 30 de diciembre (publicada en el BOE de 14 de 2009), la CNMV establece el régimen legal y los modelos de las cuentas anuales de las entidades de capital-riesgo. Esta Circular se adopta también como consecuencia de la aprobación del nuevo Plan General de Contabilidad (que se produjo por medio del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre) que entró en vigor el 1 de enero de 2008 y es aplicable a los ejercicios iniciados a partir de esa fecha. Destacan dentro de esa regulación contable los criterios de valoración (v. Normas 8.^a y 11.^a, en particular), pues no en vano estamos ante entidades que tienen como principal objeto la toma de participaciones en empresas y su posterior cesión.

La Circular 11/2008 entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE y ha derogado la Circular 5/2000, que hasta ahora determinaba las normas contables y los modelos de estados financieros de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras.

Alfonso Guilarte

7. DESARROLLO DEL RÉGIMEN REGLAMENTARIO DE LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO: LA CIRCULAR 10/2008 DE LA CNMV

1. Una de las novedades más relevantes que introdujo la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, en la redacción de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante LMV) —como consecuencia de la armonización de nuestro Ordenamiento con la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (Anexo 1, Sección A, apartado 5)— consistió en “ascender de categoría” a la actividad de asesoramiento en materia de inversión que, de ser una actividad complementaria tipificada en el art. 63.2.f) de la LMV en su anterior redacción, ha pasado a ser un servicio de inversión tipificado en el art. 63.1.g) de la LMV en su redacción vigente.

2. Como efecto colateral de lo anterior, la Ley 47/2007 amplió el elenco de empresas de servicios de inversión, introduciendo, junto a las sociedades y agencias de

valores y a las sociedades gestoras de carteras, las empresas de asesoramiento financiero (en adelante EAFIs) que define el art. 64.5 de la LMV como *“aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar los servicios de inversión tipificados en el art. 63.1.g) y 63.2.c) y e)”*. Así pues, las EAFIs tienen como rasgos característicos, dentro de las empresas de servicios de inversión, por una parte, la amplitud potencial de su forma jurídica, porque pueden ser personas físicas o jurídicas; y, por otra parte, la limitación de sus actividades porque sólo pueden dedicarse a prestar el servicio de inversión consistente en *“el asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros”* [art. 63.1.g) de la LMV] y los servicios auxiliares de asesoramiento a empresas sobre estructura de capital y fusiones y adquisiciones [art. 63.2.c) de la LMV] y de elaboración de informes de inversiones y análisis financieros [art. 63.2.e) de la LMV].

3. El régimen legal de las EAFIs se ha desarrollado, en primera instancia, a través del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero (ver nuestra noticia en esta RDBB n.º 110, 2008, sobre “Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008”, págs. 260 a 267), que, en particular, dedica la Sección Segunda (arts. 20 a 23) de su capítulo III al régimen especial de autorización y registro de estas EAFIs.

4. En uso de las habilitaciones expresas que a favor de la CNMV se contienen en los arts. 21 y 23 del Real Decreto 217/2008, esta CNMV ha dictado la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero que entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE (BOE n.º 12, del miércoles 14 de enero de 2009). Su contenido se distribuye en cuatro normas dedicadas, sucesivamente, a establecer su ámbito de aplicación por referencia a las EAFIs, reiterando su concepto, los servicios de inversión y auxiliares que pueden prestar, la reserva de actividad a su favor y la posible prestación de servicios de asesoramiento al margen de aquella reserva (norma 1.^a); a fijar sus requisitos de organización, por referencia a los medios técnicos y humanos y las políticas y procedimientos adecuados para cumplir sus obligaciones y asumir sus responsabilidades (norma 2.^a); a determinar el contenido de su solicitud de autorización (norma 3.^a); y a la forma en que deben comunicar las modificaciones posteriores a su inscripción, consistentes en la ampliación del programa de actividades, nombramientos de nuevos cargos de administración o dirección y adquisición de participaciones significativas (norma 4.^a).

5. Por último, interesa dejar constancia de que la CNMV, ante la finalización, el 16 de febrero, del plazo establecido en la disposición transitoria primera del Real Decreto 217/2008, ha publicado en su web una “Comunicación a asesores para solicitar la autorización como empresas que presten asesoramiento financiero” de 30 de enero de 2009. En ella, remite a sendos “Manuales para solicitud de autorización e inscripción de EAFI” para personas físicas y jurídicas, respectivamente.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. ¿QUÉ ES EL “PLAN OBAMA”?

La crisis financiera (y económica, aunque suele omitirse este apellido) internacional nos va acostumbrando al uso del concepto jurídico indeterminado “plan” en esta coyuntura. Dejando a un lado acepciones más técnicas (o inapropiadas, en principio, en este contexto, como “*dieta, régimen de vida, especialmente alimenticio*” o “*relación amorosa frívola y fugaz*”) plan es “intención, proyecto” o “*modelo sistemático de una actuación pública o privada, que se elabora anticipadamente para dirigirla y encauzarla*”. Sin embargo, en la moderna jerga político-económica, por “plan” debe entenderse cualquier clase de iniciativa improvisada por los poderes públicos de cualquier país (aplicable también a los organismos supranacionales e internacionales) para tranquilizar a la ciudadanía sobre la capacidad de sus gobernantes y responsables para hacer frente a una situación cuya extensión real desconocen, ignorancia que, comprensiblemente, pretenden ocultar.

La palabra “plan” ha entrado en el campo semántico de “confianza” y se considera que cualquier iniciativa debe generar por sí misma la tan añorada confianza que debe servir para la recuperación económica. A estos efectos, las nuevas tecnologías ofrecen recursos asombrosos y acomodan la acción gubernamental al marketing político. Ciertamente, en los años de la Depresión, el Presidente estadounidense Roosevelt ya recurrió a la radio para transmitir sus cálidos mensajes, las famosas “charlas junto a la chimenea” (*Fireside Chats*). Hoy, el Presidente Obama recurre a Internet y a través de la flamante página web www.recovery.org transmite su confianza al mundo por medio del vídeo *stream-line*. También en España, el “Plan E” (Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo) cuenta con la internauta presentación del Presidente del Gobierno.

El Plan Obama también es denominado como “paquete de estímulo fiscal”. Con apoyo exclusivamente demócrata en la Cámara de Representantes y casi únicamente demócrata (salvo algún voto testimonial republicano) en el Senado, el Congreso de Estados Unidos aprobó la Ley que da forma legislativa al referido “paquete”. Se trata de la Ley Americana de Recuperación y Reinversión de 2009 (*American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, conocida como “ARRA”), nada menos que 647 páginas de legislación, aprobada el 23 de enero de 2009.

Olvidado queda ya el Plan Paulson y sus 50.000 millones de dólares. Septiembre de 2008 y la Ley de Estabilización Económica de Emergencia fueron hace una eternidad.

Los más de 800.000 millones de dólares contemplados en la ARRA no tienen parangón con los 4.900 millones de dólares (75.000 millones de dólares actuales) de la *Emergency Relief Appropriation Act* de 1935 de Roosevelt, los 948 millones de dólares (6.400 millones de dólares actuales) de la *Economic Opportunity Act* de 1964 de Johnson, los 9.000 millones de dólares (19.000 millones de dólares actuales) de la *Emergency Jobs Creation Act* de 1983 de Reagan o los 168.000 millones de dólares de la *Economic Stimulus Act* para 2008-2009 de Bush (según el estudio realizado por Michael Grunwald, *Time*, 26 de enero de 2009, págs. 18-19). El mismo autor formula algunos cálculos comparativos y concluye que, con esa cantidad, podrían comprarse

13 pares de sandalias Birkenstock (aunque dice que duran toda la vida) a cada uno de los habitantes de todo el continente americano, o pagar el salario de todos los jugadores de los 32 equipos de la liga de fútbol americano durante 313 años, o invitar a un Frappuccino de Starbucks a cada habitante de la Tierra durante 37 días.

La ARRA se estructura en una parte introductoria (con el título, el índice, los objetivos y principios, las referencias y la justificación de la emergencia) y dos grandes divisiones, muy genéricamente tituladas “A. Disposiciones sobre asignaciones” y “B. Otras disposiciones”. Los objetivos (artículo 3) son ambiciosos: “(1) *Preservar y crear puestos de trabajo y promover la recuperación económica*; (2) *Atender a los más afectados por la recesión*; (3) *Dotar inversiones necesarias para incrementar la eficiencia económica fomentando avances tecnológicos en ciencia y salud*; (4) *Invertir en transporte, protección medioambiental y otras infraestructuras que proveerán beneficios económicos a largo plazo*; (5) *Estabilizar los presupuestos estatales y locales, para minimizar y evitar reducciones en servicios esenciales e incrementos contraproducentes en tributos estatales y locales*”. En principio, está destinada a incentivar la economía a través de beneficios fiscales aplicables en el ejercicio 2009 (hasta el 30 de septiembre).

La División A se divide en trece títulos: (I) Disposiciones Generales; (II) Agricultura, Nutrición y Desarrollo Rural; (III) Comercio, Justicia y Ciencia; (IV) Defensa; (V) Energía y Agua; (VI) Servicios Financieros y Administración General; (VII) Seguridad Interior; (VIII) Interior y Medio Ambiente; (IX) Trabajo, Sanidad y Servicios Humanos, y Educación; (X) Construcción Militar y Asuntos de Veteranos; (XI) Departamento de Estado [Asuntos Exteriores]; (XII) Transporte, y Vivienda y Urbanismo; y (XIII) Fondo Estatal de Estabilización Fiscal. Por su parte, la División B consta de siete títulos: (I) Disposiciones Fiscales; (II) Asistencia para Trabajadores Desempleados y Familias en Dificultades; (III) Asistencia Aseguradora de Sanidad para los Desempleados; (IV) Tecnología de la Información en Sanidad; (V) Disposiciones sobre “Medicaid”; (VI) Comunicaciones de Banda Ancha; y (VII) Energía.

Bajo ese variopinto conjunto de epígrafes, se despliegan medidas diversas, consistentes en esencia en ayudas fiscales directas o para estimular un determinado sector a través de un determinado elemento productivo. Los ejemplos son variopintos. Aparte de partidas contundentes (116.000 millones de dólares de créditos para atender las nóminas, ó 86.600 millones de dólares para Medicaid), el sector audiovisual se estimula con 650 millones para decodificadores digitales; las telecomunicaciones con 7.200 millones de dólares para completar el acceso de banda ancha e inalámbrico a Internet; el sector energético con 3.400 millones de dólares para pruebas sobre captura de carbono, ó 300 millones de dólares para que las administraciones estatales y locales adquieran vehículos “limpios”.

Se da prioridad a las ayudas para iniciativas que se inicien inmediatamente, esto es, que utilicen al menos el 50% de los fondos concedidos antes de 120 días, con particular atención a la maximización en la creación de empleos y de beneficio económico.

Una de las observaciones más aceradas sobre el Plan apunta a que, por medio de las medidas fiscales incluidas en este “paquete de estímulo”, el Presidente Obama no

se limita a adoptar medidas de urgencia para estimular la economía, sino que da paso con ello a iniciativas propias de su programa (véase el énfasis en las energías renovables, por ejemplo), de modo que, bajo el manto de este empeño se deslizan inversiones que, en una situación distinta, hubieran supuesto un escrutinio caso por caso. De cualquier modo, el *New York Times* (noticia firmada por Charles Savage, 12 de marzo de 2009) informa de que, al tiempo que firmaba las primeras órdenes de ejecución del gasto previsto en el Plan, el propio Presidente Obama manifestó que “*podría ignorar algunas de las disposiciones*” y que las más controvertidas debían ser consideradas como “*puramente orientativas y no vinculantes*”.

Entretanto, el Consejo de la Unión Europea y los gobiernos de los Estados miembros compiten por formular imaginativas propuestas que, al final, parecen concretarse en que cada Estado ofrece ayudas públicas de toda índole en su territorio (nadie admitiría que lo hace sólo a favor de sus nacionales), incrementando los niveles de endeudamiento público (¿dónde quedaron los criterios de Maastricht?).

¿Tendrá ese nuevo actor de la escena internacional (el ya famoso “G-20”) un papel protagonista?

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

9. UNCITRAL: INFORME DEL GRUPO DE TRABAJO SOBRE EL RÉGIMEN DE LA INSOLVENCIA

En estas páginas hemos venido informando de los relevantes trabajos que viene desarrollando el citado Grupo. En precedentes reuniones se había aprobado dar prioridad a la cuestión del trato que debe darse a los grupos de empresas en situaciones de insolvencia. Posteriormente, el Grupo ha comenzado a analizar también los efectos de la insolvencia en una garantía real sobre propiedad intelectual. Del contenido de los trabajos sobre estos y otros temas da cumplida cuenta el Documento A/CN. 9/666 de 1 de diciembre de 2008, que plasma las sesiones que tuvieron lugar en Viena entre los días 17 a 21 de noviembre de 2008. La cuestión de los grupos de sociedades mereció singular atención, conforme a la agenda aprobada desde hace tiempo. Son sumamente interesantes las reflexiones que al respecto se abordaron en relación con cuestiones de ámbito nacional e internacional. Entre estas últimas destaca la determinación del centro de los principales intereses en el caso de un grupo de sociedades, así como también la especial atención al problema de la financiación posterior a la apertura del procedimiento. En el caso de las cuestiones de ámbito nacional, se mantienen algunas no menos decisivas como las de la propia definición del grupo de sociedades, el problema de la llamada “*consolidación patrimonial*”, la solicitud conjunta de concurso y los problemas encuadrados bajo el epígrafe de “*coordinación procesal*”.

Mónica Fuentes Naharro

10. LA CNMV APRUEBA UNA GUÍA PARA LA TRANSMISIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

La Comisión del Mercado de Valores (CNMV) ha aprobado y hecho pública una Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros (www.cnmv.es/index_n.htm?/asp/notasprensa/noticias.asp~/p_aldia_6.html). Esta iniciativa se suma a otras similares que la CNMV viene impulsando con respecto al tratamiento de la información en los mercados. La presente Guía se corresponde con una loable finalidad, que es la de orientar a todos los partícipes en los mercados sobre cómo deben gestionar y tratar la información privilegiada, partiendo de su definición legal, y existiendo una conciencia de que no puede esperarse del legislador que regule todas las situaciones imaginables en las que surge información susceptible de calificarse como privilegiada. La Guía tiene un amplísimo ámbito subjetivo, que comprende tanto a los receptores como a los transmisores de la información, grupo en el que aparecen tanto determinadas profesiones (por ejemplo abogados, traductores, consultores), como las propias autoridades supervisoras.

La Guía recomienda la adopción de una serie de medidas de organización, gestión y salvaguarda de la información, que permitan una atenuación del riesgo de un aprovechamiento indebido de la información privilegiada. Resulta indiscutible que la utilización de información privilegiada más allá de las responsabilidades de naturaleza administrativa o penal a la que pudiera dar lugar, afecta al buen funcionamiento del mercado, por lo que existe un interés general en evitar de tal comportamiento. Ésta es una sobrada justificación para considerar que la Guía aprobada por la CNMV constituye una buena iniciativa.

Juan Sánchez-Calero

11. EL PROYECTO DE LEY POR LA QUE SE REGULAN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO

Con la finalidad de revitalizar el sector inmobiliario e impulsar y profesionalizar el mercado de los inmuebles de naturaleza urbana en alquiler, se ha presentado el Proyecto de ley por la que se regulan por vez primera en España las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) (publicado en el BOCG. Congreso de los Diputados Núm. A-15-1, de 19/12/2008, pág. 1).

En el Proyecto de ley, las SOCIMI, que son sociedades anónimas cotizadas que tienen como objeto social principal la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su arrendamiento (art. 1.1), se nos presentan como una medida que, demandada desde hace tiempo por el sector en correspondencia con los denominados REITS (*Real Estate Investment Trusts*) existentes en países como Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Bélgica e Italia, pretende convertirse en parte de la solución para la actual situación de crisis que vive el mercado inmobiliario.

Frente a la actual atonía del mercado de compraventa de inmuebles, la constitución de una SOCIMI se presenta como una oportunidad para dar liquidez a los activos inmobiliarios en manos fundamentalmente de las promotoras y las entidades de crédito, a la par que se favorece, constituyéndose en parte como medida de política de vivienda, el impulso y la profesionalización del mercado de inmuebles en alquiler. Para que ello resulte posible, la canalización del ahorro hacia la inversión en estos activos inmobiliarios se hace mediante la creación de un instrumento financiero (las acciones en la SOCIMI), cuyo atractivo reside en su liquidez (pues deben cotizar en mercados regulados) y rentabilidad (al exigir a estas sociedades, como ocurre con los REITS estadounidenses, una distribución de dividendos en un porcentaje muy significativo). Los incentivos para la constitución y la inversión en este tipo de sociedades vienen determinados, además, por el establecimiento de un régimen fiscal favorable similar, y consustancial por otra parte, a los REITS.

Se trata de un instrumento, por tanto, que comparte los objetivos con los que se introdujeron en 1992 en nuestro ordenamiento jurídico las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria), que tan limitado desarrollo han tenido hasta el momento en España, pero con una configuración jurídica y operativa diversa.

Aunque a través de las SOCIMI se dota así al inversor de una alternativa más para canalizar su ahorro en el sector inmobiliario, lo cierto es que sin haber nacido ya han sido recibidas con cierto escepticismo sobre la posibilidad de que puedan desarrollar sus efectos a corto plazo, dada la actual situación de los mercados financieros a través de los cuales pretende canalizarse la inversión en estas sociedades y la escasa rentabilidad que han experimentado en los últimos años sus homólogas europeas a pesar, incluso, de la mayor implantación del mercado de inmuebles en alquiler en los países en las que operan.

El régimen especial sustantivo de las SOCIMI se establece en el Proyecto de ley sin perjuicio de que a las mismas les resulte de aplicación supletoria el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (art. 1.2). Las especialidades de régimen jurídico van a afectar a la denominación, a la cifra mínima y al desembolso del capital social, a la negociabilidad de las acciones, al objeto social, al patrimonio y al régimen de reparto de dividendos.

El carácter especial de estas sociedades se pone de manifiesto ya en su denominación, pues deberán incluir en la misma la indicación “Sociedad Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario, Sociedad Anónima”, o su abreviatura, “SOCIMI, S.A.” (art. 5.4).

El capital social mínimo de una SOCIMI se fija, por su parte, en 15 millones de euros (art. 5.1). La reserva legal no podrá exceder del 20% del capital social, sin que la sociedad pueda establecer en sus estatutos ninguna otra reserva de carácter indisponible (art. 6.3).

No existen limitaciones en relación al desembolso del capital social, pero sí se exige que las aportaciones que se efectúen en bienes inmuebles sean valoradas confor-

me a lo establecido en el art. 38 de la LSA, siendo el experto independiente nombrado por el RM una de las sociedades de tasación previstas en la legislación del mercado hipotecario (es decir, de las reguladas en el Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, de régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación, y en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, sobre regulación del mercado hipotecario) (art. 5.2), al igual que ocurre en las IIC inmobiliarias.

La sociedad sólo podrá tener una clase de acciones (art. 5.3) y, para garantizar su liquidez, tendrán que estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo (art. 4).

El objeto social principal de las SOCIMI va a ser no sólo la *inversión directa* a través de la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento [art. 2.1.a)], sino la *indirecta*, a través de la participación en el capital de otras sociedades o entidades. A estos efectos, se van a considerar participaciones “aptas” no sólo las que se tengan en el capital social de otras SOCIMI [art. 2.1.b)] sino, además, las que se tengan en el de otras entidades extranjeras que tengan el mismo objeto social que aquéllas [art. 2.1.b)], siempre que sus participaciones coticen en mercados regulados (art. 4) y los bienes inmuebles situados en el extranjero tengan naturaleza análoga a los situados en territorio español (art. 2.2); y las que se tengan en otras entidades, residentes o no en territorio español, siempre que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento [art. 2.1.c)], y que las aportaciones no dinerarias que se efectúen en inmuebles para la constitución o ampliación hayan sido tasadas por una de las sociedades de tasación previstas en la legislación del mercado hipotecario (art. 5.2). En todo caso, se va a exigir que las entidades en cuyo capital participe estén sometidas al mismo régimen establecido para las SOCIMI en cuanto a la obligación, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y a los mismos requisitos de inversión [art. 2.1.b) y c)]. Tratándose de entidades extranjeras se exige, además, que no sean residentes en paraísos fiscales (art. 2.2).

Las SOCIMI podrán desarrollar otras actividades accesorias, entendiendo como tales aquellas cuyas rentas representen, en su conjunto, menos del 15% de las rentas de la sociedad en cada período impositivo (art. 2.6). En correspondencia con ello, la principal fuente de rentas de una SOCIMI debe provenir del mercado inmobiliario, ya sea del alquiler, de la posterior venta de inmuebles tras un período mínimo de alquiler o de las rentas procedentes de la participación en entidades de similares características. En concreto, al menos el 85% de las rentas del período impositivo correspondientes a cada ejercicio, excluidas las derivadas de la transmisión de las participaciones y de los bienes inmuebles afectos al cumplimiento de su objeto social principal, una vez transcurridos el plazo de mantenimiento de siete o tres años, según los bienes inmuebles hayan sido o no promovidos por la sociedad, deberá provenir del arrendamiento de bienes inmuebles y de dividendos procedentes de dichas participaciones (art. 3.2). En el supuesto de que la SOCIMI sea dominante, según los criterios del art. 42 del Ccom., de un grupo integrado por las SOCIMI y el resto de entidades en cuyo capital pueden

detentar participaciones “aptas”, el porcentaje se calculará sobre el resultado consolidado (art. 3.2).

En principio, y en relación a la naturaleza los activos inmobiliarios, las SOCIMI pueden invertir en cualquier clase de bienes inmuebles de naturaleza urbana, incluyendo, entre otros, tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas. Con buen criterio, por tanto, no se limita la inversión para obtener los beneficios fiscales a los bienes inmuebles destinados a la vivienda. No obstante, sí se excluyen expresamente en el art. 2.3 dos tipos de bienes inmuebles especiales. Son por un lado, los bienes inmuebles de características especiales a efectos catastrales regulados en el art. 8 del TR de la Ley del Catastro Inmobiliario, es decir, aquellos que por constituir un conjunto complejo de uso especializado, integrado por suelo, edificios, instalaciones y obras de urbanización y mejora, y por su carácter unitario y por estar ligados de forma definitiva para su funcionamiento se configuran a efectos catastrales como un único bien inmueble, teniendo la consideración de bienes inmuebles de características especiales, en particular, los que se integran en los siguientes grupos: los destinados a la producción de energía eléctrica y gas y al refino de petróleo, y las centrales nucleares; las presas, saltos de agua y embalses, incluido su lecho o vaso, excepto los destinados exclusivamente al riego; las autopistas, carreteras y túneles de peaje; y los aeropuertos comerciales. Por otro lado se excluyen también los bienes inmuebles cuyo uso ceda a terceros mediante contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades, es decir, aquellos contratos que tengan por objeto exclusivo la cesión del uso de bienes inmuebles, adquiridos para dicha finalidad según las especificaciones del futuro usuario, a cambio de una contraprestación consistente en el abono periódico de una serie de cuotas, con una duración mínima de diez años, incluyendo a su término una opción de compra a favor del usuario, y para ser afectados por éste únicamente a sus explotaciones agrícolas, pesqueras, industriales, comerciales, artesanales, de servicios o profesionales.

Aunque el Proyecto de ley nos dice que “los bienes inmuebles adquiridos lo deberán ser en propiedad” (art. 2.4), inmediatamente después lo matiza, pues se incluye “la titularidad resultante de derechos de superficie, vuelo o subedificación, inscritos en el Registro de la Propiedad y durante su vigencia, así como los inmuebles poseídos por la sociedad en virtud de contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades” (art. 2.4).

En lo que se refiere a los requisitos de inversión, una SOCIMI tendrá que tener, al menos, el 85 por 100 del valor de su activo invertido en: 1.^º) bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento; 2.^º) en terrenos para la promoción de bienes inmuebles que vayan a destinarse a dicha finalidad siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición; y 3.^º) en participaciones “aptas” (art. 3.1). A diferencia, por tanto, de lo que ocurre con las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, no se impone a las SOCIMI que inviertan un porcentaje de su activo en viviendas para que puedan beneficiarse del régimen fiscal favorable, dejando una mayor libertad a la hora de configurar su patrimonio como ocurre con los REITS. De esta forma, se toma conciencia de la conveniencia de no limitar en la

actualidad a las SOCIMI a instrumento de política de vivienda y como medida de fomento del mercado de la vivienda en alquiler. En la misma línea, y para incentivar el desarrollo de las IIC inmobiliarias, también nos encontramos que el Proyecto elimina para éstas el requisito de que, al menos, el 50% de su activo deba estar invertido directa o indirectamente en viviendas, residencias estudiantiles y residencias de la tercera edad, para que puedan beneficiarse del régimen fiscal especial en el Impuesto de Sociedades [art. 28.5 letra c) del TRLIS] y en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados [art. 45.I.B).20.3 del TR del ITPAJD], siempre que el número de accionistas o partícipes no sea inferior a 100 y tengan por objeto exclusivo la inversión en cualquier tipo de inmueble de naturaleza urbana para su arrendamiento (disposición final primera y segunda del Proyecto).

El Proyecto de ley regula, asimismo, la forma de determinar el valor del activo en caso de que la SOCIMI sea dominante, conforme a lo dispuesto en el art. 42 del CCom., de un grupo integrado por las SOCIMI o las entidades en las que puede detentar participaciones “aptas”, así como en los supuestos de la transmisión de los inmuebles o participaciones cuando se haya realizado en el mismo ejercicio o anteriores (art. 3.1). Tratándose de bienes inmuebles situados en el extranjero, además, deberán tener naturaleza análoga a los situados en el territorio español y deberá existir efectivo intercambio de información tributaria con el país o territorio en el que estén situados, en los términos establecidos en la disposición adicional primera de la Ley 36/2006.

Por otra parte, se va a limitar el endeudamiento de la sociedad respecto del valor de los activos de inversión obligatoria (bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento y de las participaciones en el capital social de dichas sociedades o entidades), pues el patrimonio neto que figure en las cuentas anuales no puede ser inferior al 45% del valor de los mismos (art. 7). La financiación ajena de la sociedad no podrá superar el 60% del activo de la entidad, sin incluir en el cómputo de dicho saldo la cuantía de la financiación que pueda obtenerse en virtud de lo establecido en la normativa del régimen de protección pública de la vivienda (art. 7).

El Proyecto, asimismo, fija un plazo de mantenimiento de estos activos. En concreto, los bienes inmuebles que integren el activo de la sociedad deberán permanecer arrendados u ofrecidos en arrendamiento durante al menos tres años, salvo cuando el bien inmueble haya sido promovido por la sociedad en cuyo caso el plazo será de siete años (art. 3.3). La Ley regula, además, la forma de computar dicho plazo en función a si los bienes inmuebles figuran o no en el patrimonio de la sociedad antes del momento de acogerse al régimen especial (art. 3.3). Tratándose, por otro lado, de participaciones “aptas”, deberán mantenerse en el activo de la sociedad al menos durante tres años desde su adquisición o, en su caso, desde el inicio del primer período impositivo en que se aplique el régimen fiscal especial (art. 3.3). En caso de incumplimiento de este deber de permanencia, para cada inmueble, que junto con la cuota del período impositivo en el que se produjo el incumplimiento, deberá ingresarse el importe resultante de aplicar el tipo de gravamen general a las rentas generadas por dichos inmuebles en la totalidad de los períodos impositivos en los que hubiera resultado de aplicación este régimen especial, sin perjuicio de los intereses de demora que resulten procedentes.

Esta misma regularización procedería en el caso de que la sociedad, cualquiera que fuese su causa, pase a tributar por otro régimen distinto en el Impuesto sobre Sociedades antes de que se cumpla el referido plazo de tres o siete años, según corresponda (art. 9.4).

En lo que respecta al régimen de distribución de resultados, y con el objetivo de garantizar una rentabilidad mínima para el inversor, el Proyecto obliga a las SOCIMI —y en clara analogía con los REITS— a distribuir en forma de dividendos entre sus accionistas, una vez cumplidas las obligaciones mercantiles que correspondan, el beneficio obtenido en el ejercicio, de la forma siguiente:

a) Al menos el 90% de los beneficios que no procedan de la transmisión de inmuebles y participaciones, afectos al cumplimiento de su objeto social principal, así como de los beneficios que se correspondan con rentas procedentes de las actividades accesorias;

b) Al menos el 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y participaciones, realizada una vez transcurridos los plazos de mantenimiento, afectos al cumplimiento de su objeto social principal. El resto de estos beneficios deberá reinvertirse en otros inmuebles o participaciones afectos a dicho objeto, en el plazo de los tres años posteriores a la fecha de transmisión. En su defecto, dichos beneficios deberán distribuirse en su totalidad conjuntamente con los beneficios, en su caso, que procedan del ejercicio en que finaliza el plazo de reinversión. En caso de que los elementos objeto de reinversión se transmitan antes del plazo de mantenimiento, aquellos beneficios deberán distribuirse en su totalidad conjuntamente con los beneficios, en su caso, que procedan del ejercicio en que se han transmitido (art. 6.1). La obligación de distribuir no alcanzará a aquella parte de los beneficios imputables a ejercicios en los que la sociedad no tributaba por el régimen fiscal especial establecido en la ley; y,

c) El 100% de los beneficios procedentes de dividendos distribuidos por las entidades en las que se detentan participaciones “aptas”, así como de los beneficios que se correspondan con rentas sujetas al tipo general de gravamen.

La distribución de los dividendos se debe acordar dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, y deberá ser pagado dentro del mes siguiente a la fecha del acuerdo de distribución (art. 6.1). Los mismos principios de reparto deberán observarse cuando se trate de distribuir un dividendo con cargo a reservas procedentes de beneficios de un ejercicio en el que haya sido aplicado el régimen fiscal especial (art. 6.2).

En el supuesto de que la sociedad reúna todos los requisitos sustantivos mencionados, podrá calificarse como SOCIMI y optar, mediante acuerdo de su Junta General y previa comunicación a la Administración tributaria, por la aplicación del régimen fiscal especial para la sociedad y los socios (art. 8.1). Los incentivos fiscales, por tanto, y con la finalidad de hacer más competitivas las SOCIMI frente a los REITS que operan fuera de España, se refieren no sólo a la propia sociedad sino también a los dividendos a repartir a los socios.

El régimen fiscal especial de la SOCIMI se sienta sobre la base de una tributación a un tipo del 18% en el Impuesto de sociedades, sin perjuicio de que tributen al tipo general de gravamen tanto las rentas procedentes de la transmisión de los inmuebles o participaciones afectos a su objeto social principal cuando se haya incumplido el requisito de permanencia, así como cuando el adquirente sea una entidad vinculada que forma parte del mismo grupo en el sentido del art. 16 del TR sobre la LIS o resida en un país o territorio con el que no exista efectivo intercambio de información tributaria en los términos establecidos en la disposición adicional primera de la Ley 36/2006; como las procedentes del arrendamiento de dichos inmuebles cuando el arrendatario sea una entidad vinculada o resida en un país o territorio, en los términos (art. 9.3).

En este punto difiere el Proyecto de ley del texto del Borrador de Anteproyecto, en el que la sociedad no sólo iba a tributar, para las mismas rentas, al tipo de gravamen del 0%, sino que, además, sometía al tipo de gravamen general la parte que correspondiera a todo el porcentaje de participación de los socios que en cualquier momento del período impositivo, o en la fecha de exigibilidad de los dividendos, tuviesen al menos un 5% de participación en el capital de la sociedad o de las sociedades pertenecientes al mismo grupo en el sentido del art. 42 del Ccom., y salvo que el socio haya alcanzado ese porcentaje en el período impositivo, siempre que dentro del mismo, transmita la participación necesaria al objeto de que la participación sea inferior a dicho porcentaje. Se ha eliminado del Proyecto de ley, por tanto, la limitación a que un solo socio detentara en la SOCIMI o en las sociedades pertenecientes al mismo grupo, más del 5% del capital.

La sociedad perderá el régimen fiscal especial, pasando a tributar por el régimen general del IS, cuando en el propio período impositivo tenga lugar: 1.º) la exclusión de negociación en mercados regulados; 2.º) el incumplimiento sustancial de las obligaciones de información recogidas que se recogen en el art. 11, excepto que en la memoria del ejercicio inmediato siguiente se subsane ese incumplimiento; 3.º) la falta de acuerdo de distribución y pago, total o parcial, de los dividendos en los términos y plazos recogidos en el art. 6 de la ley; 4.º) la renuncia; y 5.º) el incumplimiento de cualquier otro de los requisitos establecidos por la ley para que la entidad pueda aplicar el régimen fiscal especial, excepto que se reponga la causa de incumplimiento dentro del ejercicio inmediato siguiente (art. 13). Como novedad en el Proyecto se establece que la pérdida del régimen especial implicará que no se pueda optar por el mismo mientras no hayan transcurrido al menos cinco años desde la conclusión del último período impositivo en que fue de aplicación dicho régimen.

El régimen fiscal de los socios, por su parte, viene marcado por la exención de los dividendos percibidos [art. 10.1.b) y c)], salvo que el perceptor sea una persona jurídica sometida al Impuesto de Sociedades o un establecimiento permanente de una entidad extranjera, en cuyo caso se establece una deducción en la cuota íntegra, de forma que estas rentas tributen al tipo de gravamen del socio (art. 10.1.a)]. El resto de las rentas no serán gravadas mientras no sean objeto de distribución entre los socios. Nuevamente, difiere en este punto el Proyecto de ley del Borrador de Anteproyecto, en el que los dividendos y las rentas obtenidas de la participación en las SOCIMI tributaban según el régimen general, sin la posibilidad de aplicación de la exención, cuando el perceptor fuera un contribuyente del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

o un contribuyente del Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente.

El Proyecto de ley establece, además, reglas especiales de entrada y salida de sociedades de este régimen especial (art. 12), con el objeto de garantizar una adecuada tributación de las rentas que se generen, especialmente en la transmisión de inmuebles que han pertenecido a la sociedad tanto en períodos impositivos en que ha tributado en este régimen especial como en períodos impositivos en que ha tributado en otro régimen fiscal.

El Proyecto, por último, pretende modificar el TR de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, para añadir que el devengo del Impuesto se producirá el día del acuerdo de la junta general de accionistas de distribución de los beneficios del ejercicio correspondiente al período impositivo y, en su caso, de las reservas de ejercicios anteriores en los que se aplicó el régimen fiscal especial o, en caso de pérdidas o de que no haya beneficio repartible, el último día del período impositivo correspondiente al ejercicio (art. 27.2 del TRLIS).

Rafael Rojo Álvarez-Manzaneda

12. COMUNICACIÓN DE LA CNMV SOBRE LOS SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES

El pasado 26 de enero de 2009 la CNMV publicó en su página web un documento denominado “Preguntas y respuestas sobre los sistemas de indemnización de los inversores” y motivado por “las consultas de los inversores sobre la seguridad y sobre el grado de cobertura con que cuentan los ahorros e inversiones depositados/realizados a través de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión” que ha estado recibiendo, en los últimos tiempos, la Oficina de Atención al Inversor de la propia CNMV.

Dado que en el mercado de instrumentos financieros actúan tanto las empresas de servicios de inversión como las entidades de crédito, las explicaciones de la CNMV alcanzan los dos subsistemas de protección de los inversores, tanto en su condición de clientes de las entidades de crédito, a través del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) —expresión utilizada para unificar los Fondos de Garantía en Establecimientos Bancarios, en Cajas de Ahorro y en Cooperativas de Crédito (v. nuestro “Manual de Derecho Bancario”, Barcelona 2002, pág. 115 y ss.)— como en su calidad de clientes de las empresas de servicios de inversión, mediante el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) (v. nuestro “Manual de Derecho del Mercado de Valores”, Barcelona, 2003, pág. 109 y ss.).

El documento explica, utilizando el método de respuestas a preguntas sucesivas, los aspectos esenciales del sistema de protección de los fondos e instrumentos financieros de los inversores en poder de los intermediarios en los mercados financieros. En particular, el documento responde las siguientes preguntas: 1. ¿Qué son y para qué

serven los Fondos de Garantía?, 2. ¿Qué tipo de cobertura prestan el FGD y el FOGAIN al inversor? 3. ¿Cuál es el importe de la cobertura en los Fondos de Garantía? En la respuesta se aclara que la cobertura de 100.000 euros por titular y entidad opera desde el 13 de octubre de 2008 y que, por lo tanto, para supuestos de insolvencia anteriores sigue operando el límite de 20.000 euros (ver la noticia de J. SÁNCHEZ-CALERO, “Modificado el alza el importe garantizado por el FGD”, en esta RDBB 112, 2008, pág. 182) 4. ¿Qué pasa con mis inversiones en caso de insolvencia de mi entidad financiera? 5. ¿Cuál es el importe garantizado por los Fondos de Garantía en el supuesto de que un mismo titular los sea de varias cuentas abiertas en una misma entidad? ¿Y en el supuesto de cotitularidad de cuentas? 6. ¿Están cubiertas por los Fondos de Garantía las posiciones en fondos de inversión? 7. ¿Qué tipo de cobertura tienen los clientes españoles de entidades financieras extranjeras?

Sin perjuicio del loable afán didáctico del documento de la CNMV y del efecto balsámico que puede tener sobre la confianza de los inversores —que, recordémoslo, es la “clave de arco” del funcionamiento del sistema financiero en general— este documento de la CNMV nos parece extremadamente interesante como síntoma de un cambio de paradigma en la regulación del sistema financiero porque uno de los axiomas en los que se ha basado en los últimos años —la solvencia de los intermediarios (sin perjuicio de recordar la crisis bancaria del pasado siglo xx y de los escándalos acaecidos con algunas agencias de valores)— ha desaparecido de tal modo que la insolvencia de aquéllos —entendida como “la imposibilidad de cumplir regularmente sus obligaciones exigibles” (v. art. 2.2 de la Ley Concursal)— ha pasado de ser un riesgo prácticamente imposible a convertirse en un siniestro que se admite como probable.

Alberto Javier Tapia Hermida

13. PROPUESTA DE UNA LEY DE SOBREENDEUDAMIENTO FAMILIAR

Con fecha 10 de febrero de 2009, el Consejo de Consumidores y Usuarios ha elaborado un Dictamen “*Relativo a la situación de endeudamiento y sobreendeudamiento financiero de las familias en la actual situación de crisis económica y del crédito*”. El documento parte de un hecho tan notorio como los efectos negativos generalizados que la actual crisis económica y financiera está teniendo para un número reciente de ciudadanos y familias. Se toma en consideración el importante crecimiento que ha registrado el endeudamiento de las familias (esencialmente como consecuencia del crédito hipotecario). Se cita que desde una relación entre renta y endeudamiento del 45% en 1995, el 76,7% en 2001, se llega actualmente al 140%. Esto ha dado lugar a un incremento correspondiente de ejecuciones hipotecarias.

El documento es muy interesante por los datos que maneja y las propuestas que incluye, entre las que destaca la adopción de una Ley de sobreendeudamiento familiar inspirada en las similares medidas existentes en otros Estados europeos.

Fernando Barco

14. REFORMA DE LA LEY CONCURSAL

Es un hecho conocido que en los últimos años el notable desarrollo del sector inmobiliario en España se ha visto acompañado de la concesión de financiaciones de especial cuantía a favor de algunas de las grandes empresas del sector. Producido el cambio del ciclo, algunas sociedades inmobiliarias y cotizadas se han visto en dificultades, siendo varias de ellas protagonistas de procedimientos concursales. En otros casos, no se ha llegado al procedimiento concursal sobre la base de complejas renegociaciones de la financiación obtenida.

Las entidades de crédito se han ocupado de repetir que la Ley Concursal (LC) no favorecía esa solución destinada a permitir la continuidad de la actividad de las sociedades, dado el rigor con el que trataba determinados aspectos típicos de estas soluciones. El punto de atención principal se concentraba en lo establecido en los art. 71 y siguientes de la LC con respecto a los actos rescindibles por entenderlos perjudiciales para la masa activa. El problema principal parte de la rescindibilidad de todo acto perjudicial para la masa activa y, en concreto en la presunción de que se da ese perjuicio, “*sin admitir prueba en contrario*” en pagos u actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso (art. 71.2 de la LC), y se admite prueba en contra de la presunción del perjuicio patrimonial cuando el concursado admite “*la constitución de garantías reales a favor de las obligaciones preexistentes o de las nuevas contraídas en sustitución de aquéllas*” (art. 71.3.2.º de la LC). Son preceptos que resultan directamente aplicables al núcleo de muchos proyectos de refinanciación. Las entidades acreedoras, ante una situación de dificultad, se mostrarán dispuestas a sustituir las financiaciones existentes por otras con plazos más dilatados, pero exigirán, en contrapartida, una nueva garantía o una mejora de la ya existente.

Esto ha provocado que tanto los bancos como las cajas de ahorro vengán planteando desde hace tiempo la reforma de la LC y que empiecen a circular distintos documentos que tratan de concretar el alcance de la posible reforma. Para conocer con mayor detalle los términos de alguna de las propuestas de reforma, puede consultarse el documento que al efecto redactó el pasado mes de octubre de 2008 la CECA titulado *Propuestas de modificación a la Ley Concursal* (http://estaticos.expansion.com/estaticas/documentos/2009/03/ley_concursal.pdf)

Alfonso Guilarte

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

ENSELE, D., “Bank-und Kapitalmarkt-recht-Nationale und Internationale Bank-geschäfte”, Tubinga (2006), XXX-510 pp.

VALIGNANI, M., “Manuale di diritto della banca”, Padua (2006), XII-200 pp.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

CIPOLLA, G., “La trasparenza delle società estere nella legge sul risparmio: riflessioni di un tributarista”, en *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 4 (2008), p. 609.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

LUTTER, M., “Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa”, Berlín (2006), X-807 pp.

LUTTER, M., “Legal Capital in Europe” Berlín (2006), X-701 pp.

URÍA MENÉNDEZ, F., “La incorporación al Derecho español de la normativa comunitaria sobre transparencia de las relaciones financieras entre las Administraciones y las Empresas Públicas”, en *Noticias de la Unión Europea* núm. 287 (2008), p. 73.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

BERCOVITZ, A., “Aspectos mercantiles de la Reforma Contable”, en *Noticias de la Unión Europea* núm. 287 (2008), p. 83.

SUCCIO, R., “Le fondazioni bancarie tra divieto comunitario degli aiuti di Stato e norme agevolative interne (Nota a Corte di Cassazione, Sez. Un.Civ., 29 dicembre 2006, n. 27619)”, en *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario* (2007), p. 794.

— BANCOS

CERA, M., “Il sistema dualistico e l’ordinamento bancario”, en *Rivista delle Società* fasc. 5 (2008), p. 915.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

DELLA CANANEA, G., “Una riforma ‘perversa’: l’autonomia della Banca d’Italia e la legge n. 262 del 2005”, en *Diritto dell’economia* (2007), p. 205.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

LAMANDINI, M./STEINER, I., “Social Banking in Practice: an Italian Case for Corporate Social Responsibility in Banking”, en *Rivista di Diritto Societario* núm. 4 (2007), p. 174.

— CONTRATOS BANCARIOS

APATHI, P./IRO, G./KOZIOL, H., “Österreichisches Bankvertragsrecht, B.II: Konto

und Depot", 2.^a ed., Viena-Nueva York (2008, XXIII-387 pp.).

BIERBACH, A.W., "Wettlauf der Gläubiger um den Insolvenzgerichtsstand-Anfechtungsbefugnisse des Insolvenzverwalters nach Art. 18 Abs. 2 Satz 2 EulnsVO", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 47 (2008), p. 2203.

BITTER, G., "Echter und scheinbarer Verbraucherschutz in der Bankpraxis", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 46 (2008), p. 2155.

BLANDINI, A., "Il codice del consume e I servizi finanziari: riflessioni sulla posizione del consumatore", en *Rivista di Diritto Privato* (2007), p. 19.

CASPER, M., "Der Optionsvertrag", Tübinga (2005), XXIV-515 pp.

FALCE, V., "Il mercato integrato dei sistemi di pagamento al dettaglio tra cooperazione e concorrenza", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.^a parte, núm. 5 (2008), p. 558.

GONZÁLEZ-MENESES GARCÍA-VALDECASAS, M., "Inversión en bienes tangibles y seguridad jurídica", en *Anales de la Academia Matritense del Notariado* núm. 48 (2007-2008), p. 47.

GONZÁLEZ VAQUÉ, L., "La nueva Directiva sobre el crédito al consumo o el discreto encanto de una armonización total (con muchas excepciones)", en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia* (Nueva Época), núm. 6 (2008), p. 25.

HOLZER, J., "Die Änderung des Überschuldungs durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 45 (2008), p. 2108.

KAMANABROU, S., "Vertragliche Anpassungsklauseln", Munich (2004), XXVIII-422 pp.

LEMME, G., "La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.^a parte, núm. 5 (2008), p. 562.

MESA MARRERO, C., "La regulación reglamentaria de los ficheros de información sobre solvencia patrimonial y crédito", en *Actualidad Civil* núm. 19 (2008), p. 2057.

PUSZKAJLER, K.P./WEBER, M., "Wann haftet ein Bankberater für seine Empfehlungen an einen Depotkunden?", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2007), p. 401.

QUATRARO, B./DIMUNDO, F., "La verifica dei crediti bancari e dei crediti derivanti da fidejussione, da contratti di borsa e da contratti derivati finanziari. La revocatoria delle garanzie reali", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, suplemento al núm. 5 (2008), 3114 pp.

SCHILF, S., "Allgemeine Vertragsgrudregeln als Vertragsstatut, Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht, BD. 138", Tübinga (2005), XVII-451 pp.

SCHULZ, D., "Kreditverkaufdismal: Zur sofortigen Zwangsvollstreckung aus der Grundschuldbestellungsurkunde", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 40 (2008), p. 1858.

STRUBE, H., "Die Magie des Marktes- und Verbraucherschutz diesen fördert", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 46 (2008), p. 2153.

TERRANOVA, G., "I contratti bancari nel sistema del codice civile: un modello per un código europeo dei contratti?", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.^a parte, núm. 5 (2008), p. 525.

VICARI, A., "I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi", en *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 3 (2008), p. 478.

— CUENTA CORRIENTE

VINCENTI, A., "In tema di revocatoria delle rimesse in conto corrente: qualche riflessione sul testo rinnovato dell'art. 67 l. fall.", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.^a parte, núm. 5 (2008), p. 678.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

GRIESBECK, M., "Taugt die Globalzession noch als Sicherheit beim Konsortialkre-

dit?", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 39 (2008), p. 1813.

MUSCHIO, M., "Pegno di azioni, nullità del contratto e poteri del creditore pignorativo", en *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 3 (2008), p. 633.

— CONTRATO DE LEASING

DEMARCHI, P., "Lo scioglimento del contratto di leasing a causa del fallimento", en

Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento núm. 3 (2008), p. 416.

— FACTORING

PICCININI, V., "Qualificazione giuridica delle operazioni di factoring, funzione della cessione dei crediti e revocabilità dei pagamenti effettuati dai debitori ceduti al factor in caso di fallimento dell'impresa cedente", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.^a parte, núm. 5 (2008), p. 611.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

ACERBI, G., "I duecento anni della Borsa di Milano", en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2008), p. 1048.

BACHMANN, G., "Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen", en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núms. 5-6 (2008), p. 597.

DI GIROLAMO, F., "I Compliance Programs: un tema di governo societario da svolgere a cura dell'assemblea?", en *Rivista delle Società* fasc. 5 (2008), p. 958.

DORALT, W., "Haftung der Abschlussprüfer", Viena (2005), XVIII-302 pp.

FORTUNATO, S., "Dal costo storico al 'fair value' al di là della rivoluzione contabile", en *Rivista delle Società* fasc. 5 (2007), p. 941.

FORTUNATO, S., "Debiti contestati e principi contabili internazionali", en *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 4 (2008), p. 583.

HABERL, I., "Die Haftung des Wirtschaftsprüfers", Viena (2000), XII-147 pp.

HENRICHS, J./SCHUBERT, D., "EG-Rechtswidrigkeit übermäßiger Angabepflichten nach IFRS", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2007), p. 563.

HIRTE, H., "Kapitalgesellschaftsrecht", 5.^a ed., Colonia (2006), XXIV-472 pp.

LAMANDINI, M., "Patrimoni separate, tutela dei creditori e fallimento", en *Rivista di Diritto Societario* núm. 3 (2007), p. 51.

LUTTERMANN, C., "Zum Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 35 (2008), p. 1605.

MEDER, M.M., "Der Nominierungsausschuss in der AG-Zur Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex 2007", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2007), p. 1538.

MORERA, U./SCIUTO, M., "Revoca della quotazione in borsa e diritto di recesso del socio", en *Rivista di Diritto Societario* núm. 3 (2007), p. 114.

PORTALE, G.B., "La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)", en *Rivista di Diritto Societario* núm. 1 (2007), p. 2.

REDEKE, J., "Auswirkungen des UMAG auf die Verfolgung von Organhaftungsansprü-

chen seitens des Aufsichtsrats?", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 34 (2008), p. 1549.

REGOLI, D., "Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei", en *Rivista di Diritto Societario* núm. 1 (2007), p. 131.

RICHTER, W., "Der Kapitalmarkt und sein Gesellschaftsrecht-Überlegungen zu einem kapitalmarktgemäßen Gesellschaftsrecht börsennotierter Gesellschaften", en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núms. 5-6 (2008), p. 419.

ROSSI, G., "Quale capitalism di mercato?", en *Rivista delle Società* fasc. 5 (2008), p. 905.

SAUTER, M., "Offene Fragen zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 37 (2008), p. 1706.

SEILER, O./WITTGENS, J., "Sonderaktienrecht für den Finanzsektor-Kapitalerhöhung nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 48 (2008), p. 2245.

WÖLBER, J., "Die Abschlussprüferhaftung im Europäischen Binnenmarkt", Baden-Baden (2005), 341 pp.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

BÖTTCHER, L., "Verpflichtung des Vorstands einer Aktiengesellschaft zur Durchführung einer Due Diligence beim Beteiligungserwerb", Baden-Baden (2005), 356 pp.

DI LAZZARO, E./SPEDICATI, D., "La repressione penale della manipolazione: il primo caso di 'resarcimento' alla Consob per danno all'integrità del mercato (Nota a Trib. Milano, sez. III, 27 marzo 2006)", en *Rivista di Diritto Societario* núm. 1 (2007), p. 105.

FLEISCHER, H., "Umplatzierung von Aktien durch öffentliches Angebot (Secondary Public Offering) und verdeckte Einlagen-

rückgewähr nach § 57 Abs. 1 AktG", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2007), p. 1969.

GABRIELLI, E., "Contratti di put and call option, mutamento delle circostanze per regolazione del mercato e eccessiva onerosità", en *Rassegna di Diritto Civile* (2007), p. 1151.

HOHAUS, B./WEBER, C., "Aktuelles zu Managementbeteiligungen in Private Equity-Transaktionen 2006/2007", en *Betriebs-Berater* (2007), p. 2582.

LILKEFETT, K.H., "Due Diligence bei M&A-Transaktionen", Berlín (2005), 338 pp.

MACRÌ, E., "Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio (Nota a Trib. Milano, 25 giugno 2006)", en *Rivista di Diritto Societario* núm. 3 (2007), p. 101.

MAGRO, M.B., "Price manipulation e contratti con opzione put barrier", en *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia* (2007), p. 845.

MANCINI, A.M., "La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso", en *Rassegna di Diritto Civile* (2007), p. 51.

OELLINGER, G., "Die Haftung für Ratings", Viena (2005), 255 pp.

PINTO, M., "La ratio del limite di durata dei patti parasociali a tempo determinate e l'art. 2341-bis, ultimo comma, c.c.", en *Rivista delle Società* fasc. 5 (2008), p. 1004.

RODEWALD, J./UNGER, U., "Kommunikation und Krisenmanagement im Gefüge der Corporate Compliance-Organisation", en *Betriebs-Berater* (2007), p. 1629.

SPERANZIN, M., "Clausola di esclusione e patti parasociali: giurisprudenza tedesca e art. 2473-bis cc. (Nota a BGH, 14 marzo 2005 e BGH, 19 settembre 2005)", en *Rivista di Diritto Societario* núm. 2 (2007), p. 123.

THONFELD, H., "Die Zuordnung von Anlageberatern zur gesetzlichen Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen", en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2007), p. 2302.

— OPAs

ANGELILLIS, A./MOSCA, C., “Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea”, *Rivista delle Società* fasc. 5 (2007), p. 1106.

BÜLOW, C./STEPHANBLOME, M., “Acting in Concert und neue Offenlegungspflichten nach dem Risikobegrenzungs-gesetz”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 39 (2008), p. 1797.

BUNGERT, H., “Fortbestehen der Anfechtungsbefugnis nach wirksam gewordenem Squeeze Out”, en *Betriebs-Berater* (2007), p. 57.

CINCOTTI, C., “OPA obbligatoria e operazioni di prestito di titoli”, *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 5 (2008), p. 1007.

GALLEGO CÓRCOLES, A., “Novedades de la Justicia Comunitaria para el mercado energético español: los casos de la OPA de EON y de la llamada ‘Ley Anti-EDF’”, en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea* (Nueva Época), núm. 6 (2008), p. 49.

HELLWIG, M., “Zur Problematik staatlicher Beschränkungen der Beteiligung und der Einflussnahme von Investoren bei großen Unternehmen”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 5-6 (2008), p. 768.

MUCCIARELLI, F.M., “L’attuazione della Direttiva opa nell’ordinamento italiano”, en *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 3 (2008), p. 448.

MACCHIAVELLO, E./PERUZZO, G.G., “Mancato lancio di OPA obbligatoria: il puzzle SAI-Fondaria alla luce di alcune esperienze europee”, en *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 5 (2008), p. 908.

NETTESHEIM, M., “Unternehmensübernahmen durch Staatsfonds: Europarechtliche Vorgaben und Schranken”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núms. 5-6 (2008), p. 729.

TUCCI, A., “Obbligo di offerta e responsabilità civile”, *Rivista delle Società* fasc. 5 (2007), p. 999.

WEISSHAUPT, F./ÖZDEMİR, H., “Gutgläubenserwerb von (Inhaber-) Aktien nach Squeeze out?”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2007), p. 2110.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

BARTH, M., “Schadensberechnung bei Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation”, Frankfurt-Berlín-Berna-Bruselas-Nueva York-Oxford-Viena (2006), 310 pp.

LÜHRS, R./KORFF, M., “Der Zeitpunkt für das Führen von Insiderverzeichnissen”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 46 (2008), p. 2159.

SHNEIDER, U./GILFRICH, S.-U., “Die Entscheidung des Emittenten über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht”, en *Betriebs-Berater* (2007), p. 53.

— CAPITAL RIESGO

BORK, R., “Zahlungsunfähigkeit, Zahlungsstockung und Passiva II”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 38 (2008), p. 1754.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

CARRIÈRE, P., “Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario”, *Rivista delle società* fasc. 5 (2007), p. 1084.

GABRIELLI, E., “Società di gestione del risparmio, acquisizione di partecipazione di controllo in società immobiliare e disciplina antitrust delle concentrazioni”, en *Rivista di Diritto Privato* (2007), p. 607.

LEHMANN, M., “Die Regulierung und Überwachung von Hedgefonds als internationales Zuständigkeitsproblem”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2007), p. 1889.

TÍTULOS VALORES

— EN GENERAL

KUNST, S., “Zwangsvollstreckung in Wertpapiere”, Colonia-Berlín-Bonn-Munich (2004), XIII-205 pp.

— ACCIONES

ARDIZZONE, L., “Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie”, en *Rivista delle Società* fasc. 5 (2008), p. 1167.

FURGIUELE, L., “Limiti alla circolazione delle azioni nei trasferimenti mortis causa e diritto all’iscrizione nel libro dei soci (Nota a Laudo Arbitrale, 3 marzo 2006)”, en *Rivista di Diritto Societario* núm. 3 (2007), p. 64.

POMELLI, A., “Le azioni speciali ‘Il Sole 24 Ore’ e i limiti ai possessi azionari nelle società quotate”, *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 5 (2008), p. 947.

TOMBARI, U., “La categorie speciali di azioni nella società quotata”, *Rivista delle Società* fasc. 5 (2007), p. 965.

— OBLIGACIONES

BASSI, A., “Questioni in tema di assegni non trasferibili per effetto della disciplina ‘antiriciclaggio’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1.^a parte, núm. 5 (2008), p. 538.

CIOCCA, N., “Responsabilità della banca giratoria per l’incasso per il pagamento di assegno (di traenza) non trasferibile”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2.^a parte, núm. 5 (2008), p. 586.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

LETRA DE CAMBIO

MIOTTO, L., “Firma di girata e ditta ‘cambiaria’”, en *Giurisprudenza Commerciale, Società e Fallimento* núm. 4 (2008), p. 786.

TÍTULO: EL PRINCIPIO DE ACCESORIEDAD DE LA FIANZA

Autor: Pablo Gómez-Blanes, Aranzadi, Cizur Menor 2008, 298 pp.

En esta Revista han merecido particular atención los trabajos dedicados al régimen de las garantías personales. Esa atención tenía su origen en la difusión que en el tráfico bancario moderno siguen teniendo las formas de garantía personal como elemento necesario en la obtención del crédito. Las garantías llamadas autónomas o independientes se han convertido en un elemento característico de la contratación bancaria, como evidencia el hecho de los distintos trabajos impulsados desde la Cámara de Comercio Internacional o desde UNCITRAL, en relación con esas formas de garantía personal. En el estudio de esas figuras ha recuperado toda su vigencia el correspondiente del contrato de fianza, como referencia típica de las formas de garantía personal y en relación con el que se ha producido la frecuente discusión sobre en qué medida el régimen legal que el Código Civil establece para ese contrato de fianza resultaba o no aplicable a las nuevas formas de garantía personal que proliferan en la banca. La idea de la independencia de esas nuevas formas de garantía se contraponía frente a la accesoriidad de la fianza.

El libro que estamos reseñando constituye un esfuerzo destacable a la hora de profundizar en el análisis del principio de la accesoriidad de la fianza y en su eventual proyección con respecto a las figuras autónomas de garantía personal. Se trata de una obra cuidada, con una atención extraordinaria a las contribuciones doctrinales y a la jurisprudencia que se ha producido al respecto y que viene a abordar el problema principal de la accesoriidad de la fianza y su compatibilidad con esas nuevas formas de garantía personal.

El estudio de Gómez-Blanes parte de una premisa que creo que está acertadamente implícita en toda la investigación. Me refiero a que no han faltado en ocasiones equiparaciones entre las figuras de garantía que pretenden una relativa autonomía o distanciamiento de la obligación principal con la completa extinción de la accesoriidad que se entiende que caracteriza exclusivamente al contrato de fianza. Cualquier figura de garantía es esencial e inderogablemente accesorio. El estudio del régimen de una garantía personal y de su invocada autonomía lo que tiene que concretar es hasta qué punto rige el principio de accesoriidad. Ésa es la investigación que lleva a cabo la obra que tenemos ante nosotros. El autor va desgranando en cuatro capítulos su discurso, comenzando con lo que llama "*Las claves de interpretación del principio de la accesoriidad de la fianza*". Análisis inicial que le lleva a matizar los distintos grados que puede tener la accesoriidad también en el contrato de fianza. El capítulo se titula

“La accesoriedad en la fase de perfección” y se detiene en el escenario en el que la accesoriedad cobra su significado, es decir el momento en el que se exige al garante personal o fiador el cumplimiento de su obligación, cuando éste vuelve su atención hacia la obligación principal. El capítulo tercero habla de la accesoriedad en la fase de seguridad y finalmente el capítulo cuarto es el que se adentra de una manera más clara en las características propias de las nuevas formas de garantía a la hora de defender que pervive la accesoriedad. Como señala el autor en el preámbulo y reitera al final de ese capítulo cuarto, el principio de accesoriedad mantiene toda su solidez en cualquier figura de garantía personal. Se trata de una regla cuyas excepciones o atenuaciones permiten sostener que mantiene toda su vigencia la regla general.

Juan Sánchez-Calero
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, se publica con una periodicidad trimestral. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ellos vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para revisiones deberán remitirse al Profesor Fernando Sánchez Calero, 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
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* comunicará a los autores la aceptación o no de los trabajos, indicando, en su caso, el volumen y número en que se prevé su publicación.
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, aun cuando se mencione el autor en el texto, con una numeración única y correlativa para todo el trabajo.