

ÍNDICE

	<u>Página</u>
— Al profesor Fernando Sánchez Calero, en el octogésimo aniversario de su nacimiento. <i>Manuel Olivencia Ruiz</i>	5

ARTÍCULOS

— El Consejero independiente. <i>Gonzalo Terreros Ceballos</i>	11
— Las ofertas públicas de adquisición de valores y el control de las concentraciones económicas. <i>Nemesio Vara De Paz</i>	41

CRÓNICA

— Justificación de la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del sistema de control y la normativa de carácter financiero establecida en el mercado de valores. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	131
— Los billetes de lotería: función del documento, consecuencias de su pérdida y nuevos mecanismos para su adquisición. <i>David Pérez Millán</i>	181

JURISPRUDENCIA

— Registro de información de crédito y defensa de la competencia. <i>Fernando González Botija</i>	201
— La oposición de excepciones por reclamación indebida en las garantías autónomas a primera demanda. <i>Fernando Sacristán Bergia</i>	229

NOTICIAS

1. Jurisdicciones equiparables en materia de blanqueo de capitales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	253
2. Nuevas Reglas Uniformes de la Cámara de Comercio Internacional para los reembolsos interbancarios relacionados con créditos documentarios en octubre de 2008. <i>María Jesús Guerrero Lebrón</i>	253
3. Gran Bretaña: revisión del Combined Code on Corporate Governance. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	255
4. Recomendaciones de la CNMV a las Sociedades de Valoración e Inmobiliarias Cotizadas. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	255
5. EE.UU.: Declaración judicial de nulidad de las disposiciones en la legislación relativa al concurso de consumidores. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	257
6. La “Ley Volkswagen” y otras “Acciones de Oro”: la lucha continúa. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	257
7. Recomendación europea limitando la responsabilidad de los auditores. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	259
8. Eslovaquia se incorpora al euro. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> ..	260
9. Criterios de la CNMV sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	261
10. Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	262
11. ¿Qué es el “Plan Paulson”? <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	263

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	267
--------------------	-----

AL PROFESOR FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, EN EL OCTOGÉSIMO ANIVERSARIO DE SU NACIMIENTO

El Director de la *Revista*, Profesor FERNANDO SÁNCHEZ CALERO (Valladolid, 25 de septiembre de 1928), cumple sus LXXX años de edad cuando aparece el número 111 de esta publicación en su XXVII de vida. La importancia de la efeméride merece que el ordinal se exprese en la pureza de su étimo latino y se cifre en números romanos.

La unidad de medida de la vida no es algo convencional; significa un hecho físico astronómico (y astrológico): que quien cumple años le ha dado otras tantas vueltas al sol a bordo del planeta Tierra. Ochenta vueltas, novecientos sesenta meses miden un largo recorrido, lo que es un dato histórico real. Lo convencional es el sistema de medida, que depende de la elección optativa de una base. El nuestro, “métrico decimal”, de pesas y medidas, tiene base 10 porque la unidad principal (el metro, el gramo) se multiplica y se divide por diez (decímetro, decámetro... decagramo, kilogramo). La medida del tiempo no es de base 10: el año tiene 365 días, 12 meses, 4 semanas; el día, 24 horas; la hora, 60 minutos, y el minuto, 60 segundos. Pero la fuerza del sistema métrico decimal se impone: la división del segundo se hace ya en décimas y centésimas; el siglo es un período de 100 años (“la grosería métrico-decimal de la unidad seguida de dos estúpidos ceros”, decía ORTEGA Y GASSET), que a su vez se fracciona en “décadas” (“la década de los veinte”), y se señalan con especial énfasis los años terminados en cero. Cumplir 80 años marca un hito en el camino de la vida como el kilómetro o el hectómetro en las señales de la carretera. Es sólo 79 más 1, pero marca su importancia en las convenciones sociales.

Nuestro Director ha alcanzado ese venerando hito en el camino de su vida; “venerando” por digno de veneración y de respeto. Y bien lo refleja nuestra lengua, expresión de los verdaderos sentimientos del pueblo. Las referencias del español a la edad cambian de forma en función de los años. El sufijo *-año* denota cierta simpatía admirativa hacia el joven: “quinceaño” es quien ha cumplido los quince; “veinteño”, quien tiene más de veinte y menos de treinta; “treintaño” coincide ya en el DRAE con “treintón”, presentados como sinónimos; pero es notoria la carga intencional de cada uno de estos vocablos al referirse a quien ya cumplió los treinta y aún no los cuarenta: si el sufijo *-año* expresa simpatía admirativa, el sufijo aumentativo *-ón* denota menosprecio y, a

partir de los 30 años, cambia cada década con idéntica intención peyorativa: “cuarentón”, “cincuentón”, “sesentón”, “setentón”; pero el sufijo despectivo en *-ón* desaparece de nuestro Diccionario a partir de los ochenta años y sus formas se mutan por las respetuosas “octogenario”, “nonagenario”, “centenario”... Es curioso; el moderno *Diccionario del Estudiante* (RAE, Madrid, 2005) no contiene el término “treintón” como sinónimo de “treintaño”, e ilustra el de “setentón” con este ejemplo: “*Aunque es ya un setentón, sigue trabajando*”.

Nuestro idioma carece de sufijos constantes para expresar la edad (como el italiano *-enne* o el alemán *-jährig*), y dispone de variantes semánticas que añaden a la referencia cronológica una idea de simpatía, de menosprecio o de respeto.

El Profesor SÁNCHEZ CALERO ha entrado en el respeto social de los ochenta. Este venerable octogenario cumple la edad con la insultante salud y la brillante lucidez del “veinteño” que ganó la cátedra de Derecho Mercantil en las oposiciones de 1957, enriquecido, eso sí, por más de medio siglo de trabajo, conocimientos, vivencias y experiencias. Cuando llega al hito de los ochenta, no mira tanto al retrovisor para contemplar el camino recorrido, pasado, como hacia delante, al “porvenir”, al que queda por recorrer, al “quehacer”, a lo que queda por hacer, al proyecto de futuro. Y en esa mirada al horizonte vital está el secreto de las ilusiones que animan al octogenario, la clave de no renunciar, de interesarse por lo nuevo, lo moderno, lo joven, de vivir la jubilación como júbilo —nos lo enseñaba nuestro maestro D. RAMÓN CARANDE— y como oportunidad de trabajar en lo que se quiera, pero queriendo trabajar. Y esa voluntad la ejerce FERNANDO SÁNCHEZ CALERO en la dirección de esta *Revista*, en la de su despacho de abogados, en sus ponencias de la Comisión General de Codificación, en sus intervenciones en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, en la presidencia de la SEAIDA, en sus conferencias magistrales, en sus publicaciones, en las nuevas ediciones de sus obras maestras, en su “quehacer” diario, en la tarea pendiente de hacerse.

El motivo principal para celebrar los 80 años de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO es su estado de ánimo, su disposición a seguir trabajando; no se trata de hacer balance de cierre de ejercicio, sino de saludar con ilusión sus nuevos planes y proyectos. Ciertamente es que el octogenario puede rendir cuentas y dar razón de la obra realizada, pero más que “conmemorarla” —recordarla juntos—, sus compañeros celebramos el cumpleaños con la alegría de continuar compartiendo “pan y trabajo, camino y posada, espacio y tiempo”, como decía yo en la dedicatoria del artículo publicado en su *Libro Homenaje*, con motivo de su jubilación administrativa (Madrid, 2002, II, p. 1770), y, espero, más “bienes” que “males”, que de todo quedará.

Hemos recorrido juntos un largo camino. La vida es tarea que, por fortuna, se hace en compañía, aunque, por desgracia, vayan quedando en el camino

muchos compañeros de viaje. Desde que conocí a FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, en 1954, hasta su gozoso octogésimo cumpleaños, han transcurrido cincuenta y cuatro años, más de medio siglo.

En 1954 se celebraron las oposiciones a la 2.^a Cátedra de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la entonces Universidad Central de Madrid. Concurrió a ellas el Profesor GIRÓN, discípulo de mi maestro, el Profesor CANDIL, y maestro, a su vez, de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, su primer discípulo, y no me refiero con el ordinal sólo al orden cronológico. El fiel ayudante asistía en aquellas duras pruebas con esmerada solicitud a su maestro, quien le trataba con especial afecto: “CALERITO” le llamaba cariñosamente; era el nombre artístico de un torero cordobés entonces de moda (MANUEL CALERO CANTERO), de la misma edad que aquel FERNANDO “veinteañero”, joven y juvenil, faz de niño bueno, educado, correcto, discreto, de trato exquisito, que sazónaba su seriedad castellana con granos de fino humor.

Nuestro primer encuentro personal venía precedido, naturalmente, del conocimiento de nuestros comunes deseos de opositar a cátedras de Derecho Mercantil. Aquellos ejercicios en el “viejo caserón” de San Bernardo nos ofrecieron a los jóvenes “veinteañeros” una experiencia singular, la de ver oponerse a grandes maestros, GIRÓN, VERDERA y RUBIO, quien resultaría vencedor en tan reñidas pruebas. Recuerdo que nos presentó el Dr. MANUEL DURÁN SACRISTÁN, nuestro queridísimo “MAITO”, quien asistía con sus buenos oficios psicosomáticos al Profesor GIRÓN y le dispensaba el efecto *placebo* de su magistral medicina: “¡Está Vd. *estigmatizado* por el éxito! ¡Esto no es un análisis de sangre, esto es un certificado de salud!” Mientras inyectaba agua destilada, presentada como la más moderna fórmula para alcanzar la euforia del opositor.

Tras el resultado de aquellas oposiciones, vino la etapa romana de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO en el Instituto de Estudios Jurídicos, fundamental en la formación y en toda la trayectoria vital de los SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE. El joven matrimonio (FERNANDO y MARÍA ÁNGELES) vive en Roma los primeros años de su larga y feliz luna de miel. En 1957, se celebran las oposiciones a tres cátedras de Derecho Mercantil (Granada, Salamanca, La Laguna), en las que triunfan MIGUEL MOTOS, AURELIO MENÉNDEZ y FERNANDO SÁNCHEZ CALERO. Yo no pude ni debí presentarme a aquellas oposiciones, convaleciente de una enfermedad pulmonar que, por cierto, me diagnosticó “MAITO” DURÁN, me trató, bajo la dirección magistral del Dr. TAPIA, y me curó en un plazo realmente milagroso para aquella época (“¡Yo no soy la Virgen de Fátima...!”), pero casi). No olvido que el primer acto corporativo de los tres flamantes catedráticos fue visitarme en el piso del madrileño barrio del Niño Jesús en el que yo convalecía.

Tres años más tarde, en 1960, seguí a FERNANDO SÁNCHEZ CALERO en el escalafón, al ganar la cátedra de Sevilla.

Desde 1957, el *currículum* de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO es el de servicio a la Universidad —La Laguna, Bilbao (Facultad de Ciencias Económicas) y Madrid (Complutense)—, en la docencia y en la investigación, con una dedicación efectiva cuyos frutos, en su magisterio y en la bibliografía jurídico-mercantil española, resultan compatibles con un ejercicio de la abogacía autorizado por su prestigio académico, su rectitud moral y su asombrosa capacidad de trabajo. Su incorporación al “Estudio GARRIGUES”, cuando Don Joaquín se separa de “J. & A.”, lo convirtió en su colaborador más inmediato y eficaz, depositario de la confianza y del cariño del maestro, en sus últimos años de vida y hasta después de su muerte. El “Estudio SÁNCHEZ CALERO” es la continuación de su despacho profesional, asistido por pocos pero competentísimos colaboradores (entre ellos, sus hijos, Juan y Miguel) y animado por la aspiración de excelencia, de calidad en el trabajo, que exige la preservación del buen nombre del “Estudio”.

Tuvo suerte la Universidad española con el año de nacimiento de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO (1928), porque, a partir de esa fecha, se corrigió el error político de la jubilación anticipada a los 65, que tantos cerebros expulsó prematuramente de las cátedras (VERDERA y MENÉNDEZ entre sus víctimas). FERNANDO SÁNCHEZ CALERO dispuso aún de cinco años más (de 1993 a 1998) de magisterio activo a favor de la Universidad. Después, Premios, Doctorados h.c., homenajes, distinciones; pero, sobre todo, la mejor condecoración de su trabajo diario, pausado, sereno, constante, infatigable.

Se multiplican los títulos de su producción bibliográfica, se suceden, sin solución de continuidad, las ediciones de sus obras generales (31 de las *Instituciones*; 13 de los *Principios*), en una progresión asombrosa: más años de vida del autor, más libros, más artículos, más revistas... No los voy a contar; me limito a esperar los que prepara el “octogenario”. Pero no puedo omitir su labor de fundador, director y asiduo colaborador de esta *Revista*, especializada en dos de los sectores (bancario y bursátil) más cercanos a la dedicación y a la predilección de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO (junto a sociedades, seguros y transportes). El sello de calidad de esta *Revista* es la proyección de la obra de su Autor. Gracias, FERNANDO; felicidades; que sigas trabajando y haciéndonos trabajar muchos años, con salud de cuerpo y de mente, y que conserves, de “octogenario”, tu faz “veinteañera”, joven y juvenil, de bondad y buen humor.

MANUEL OLIVENCIA RUIZ

ARTÍCULOS

EL CONSEJERO INDEPENDIENTE

GONZALO TERREROS CEBALLOS

Doctor en Derecho

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es avanzar en la definición del perfil y características que permitan configurar de una manera más precisa la figura del administrador independiente, de forma que ofrezca al legislador un diseño más nítido que el actual para futuras reformas legislativas que le atribuyan categoría de concepto jurídico.

A las consideraciones más frecuentes de su caracterización, recogidas en los códigos de buen gobierno que delimitan su definición (selección y propuesta de la Comisión de Nombramientos, ausencia de vínculos familiares, profesionales o de negocios, experiencia y conocimientos profesionales, etc.), hemos añadido requerimientos relativos a su reelegibilidad, revocabilidad, remuneración y procedimientos de funcionamiento del Comité de Nombramientos, de forma que justifiquen con mayor credibilidad la presunción de independencia.

Estas condicionantes del consejero independientes plantearían problemas con el actual régimen jurídico del Consejo de Administración, lo que exigiría reformas legales para su incorporación a la legislación societaria.

Palabras clave: *Consejero independiente; revocación de consejeros; reelegibilidad de consejeros; duración del mandato; remuneración de administradores; unidad del consejo de administración.*

ABSTRACT

The purpose of this paper is going further into the features and definition of the independent director in order to offer to the legislator a more accurate blueprint facing future reforms accepting the legal nature of this concept.

We have added to the more frequent conditions required by the codes of good governance for the director to be considered as independent (selection and proposal by the Appointment Committee, absence of family or professional links, reputation and experience, etc.), others concerning the possibility of not being re-elected, the revocation "ad nutum" or under justified reasons, the compensation and remuneration, and the special procedures of the Commission for the selection and evaluation of these directors.

These conditions don't fit the present regulation of the board of directors, therefore they will require legal reforms to be incorporated to the Company Law.

Key words: *Independent Director; revocation of directors; reeligibility of directors; term of directors; remuneration of the directors; board structure.*

SUMARIO

- I. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS.
 - II. CRITERIOS OBJETIVOS; INCOMPATIBILIDADES.
 - III. CRITERIOS DE CAPACITACIÓN, REPUTACIÓN Y DEDICACIÓN.
 - IV. REPRESENTACIÓN DE MINORITARIOS.
 - V. CRITERIO TELEOLÓGICO.
 - VI. CRITERIOS PROCEDIMENTALES: SELECCIÓN Y PROPUESTA.
 - VII. LA REELEGIBILIDAD DEL CONSEJERO Y SU INDEPENDENCIA.
 - VIII. INDEPENDENCIA Y RETRIBUCIÓN.
 - IX. REVOCABILIDAD.
 - X. CONCLUSIONES.
-

Entre las medidas más destacadas, y no menos polémicas, del movimiento del buen gobierno corporativo referentes a la estructura cualitativa del órgano de administración, encaminadas a la prevención o resolución de los conflictos de interés entre la sociedad y sus administradores, debe destacarse el nacimiento y desarrollo de la figura del consejero independiente. Su paulatina introducción en las normas reguladoras del órgano de administración facilita el desarrollo de un modelo monista más evolucionado, progresivamente estructurado alrededor de unas funciones ejecutivas delegadas en los consejeros ejecutivos y en la alta dirección y una actividad del Consejo predominantemente enfocada hacia la supervisión de esas facultades delegadas (*monitoring model*), al margen del ejercicio de las funciones que por ley han de considerarse indelegables por el Consejo de Administración. Por esta vía se va produciendo una progresiva convergencia entre el sistema monista tradicional, debidamente actualizado, y el sistema dualista de origen germánico en el que las funciones de administración y control se ubican en órgano separados con componentes diferenciados⁽¹⁾.

La existencia de comisiones, obligatorias o voluntarias, en el seno del Consejo de Administración, unido a su composición, mayoritaria o exclusiva, por consejeros independientes está acelerando en la práctica esta transformación de las funciones del Consejo sin que necesariamente tenga un reflejo “especular” en la normativa legal básica de la S.A. cotizada.

El planteamiento de este nuevo instituto discurre en nuestro país, como ocurre en otros sistemas, a través de códigos e informes de buen gobierno corporativo que se van “filtrando” en la legislación de sociedades a través de disposiciones legales o reglamentarias, con frecuencia referidas al mercado de valores, basadas generalmente en el principio de “cumplir o explicar”.

(1) ESTEBAN VELASCO, G., “Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)”, en *RdS*, n.º 27, 2007, p. 86, referente al Código Unificado de Buen Gobierno de 19 de mayo de 2006.

El CÍRCULO DE EMPRESARIOS publicó el 12 de noviembre de 1996 “Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los consejos de administración” donde se recogen las figuras del consejero “externo o independiente” (de la gerencia) como contraposición a los consejeros “ejecutivos” y de los “no ejecutivos” que forman parte del Consejo de Administración por su condición de accionistas significativos o por designación de éstos (dominicales en terminología más actualizada). Esos consejeros externos o independientes son llamados a formar parte del Consejo de Administración por su prestigio personal y profesional, por su experiencia y por su independencia y juegan un papel decisivo en la defensa de los intereses de todos los accionistas. Con posterioridad, el Informe OLIVENCIA (1998) establece la clasificación de los administradores, que ha perdurado hasta hoy, en la que se distingue entre los consejeros “ejecutivos” (internos) y los “no ejecutivos” (externos), y dentro de esta última categoría, entre “dominicales” e “independientes”, cuya misión primordial consiste en hacer valer en el Consejo los intereses del capital flotante (apdos. 2.1 y 2.2). El mismo esquema se recoge en el “Reglamento Tipo del Consejo de Administración ajustado al Código de Buen Gobierno” (art. 8), publicado por la CNMV el 19 de mayo de 1998, así como el Informe ALDAMA [apdos. 2.1.a), b) y c)]. Como no podía ser de otra manera, dado el mandato del Gobierno al Grupo Especial de Trabajo (acuerdo de 29 de julio de 2005), enfocado a asesorar a la CNMV en la armonización y actualización de las recomendaciones de los Informes Olivencia y Aldama en materia de buen gobierno de las sociedades cotizadas, el Código Unificado de Gobierno Corporativo (en adelante C.U.), que vio la luz definitivamente en mayo de 2006, tras varios meses de consultas y sugerencias respecto a su primer borrador, recoge y perfila las categorías de consejeros de los Informes anteriores y, en particular, de la figura del consejero independiente. Por último, en el ámbito normativo comunitario merece ser destacada la Recomendación (2005/162/CE) de la Comisión de la UE de 15 de febrero de 2005, DO L n.º 52 de 25 de febrero (LC Eur 2005, 366) *sobre el reforzamiento del papel de los consejeros no ejecutivos o miembros del órgano de supervisión*. La Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (2002) de la Comisión General de Codificación recoge esta figura del consejero independiente como necesaria para las sociedades cotizadas (art. 421), establece las prohibiciones para ser consejero independiente (art. 422) y propugna la no reelección de estos administradores (art. 424).

En el ámbito de nuestra normativa societaria, la Ley Financiera (Ley 44/2002, de 22 de noviembre) incluye en su artículo 47 una Disposición Adicional decimoctava a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores mediante la cual se introduce la obligatoriedad del Comité de Auditoría para las sociedades emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores. Esta Comisión deberá contar con mayoría de consejeros no ejecutivos en su seno. Con posterioridad, la Ley 26/2003, de 17 de julio, que modifica la LMV y el TRLSA, conocida como Ley de Transparencia, prevé, entre otras medidas, la publicación anual de un informe de gobierno corporativo (art. 116) y la existencia de una página web corporativa (art. 117.2) para difundir determinadas informaciones de las sociedades cotizadas. El desarrollo del contenido de ambos instrumentos de información se regula en la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, donde se dispone la obligación de informar sobre la estructura de la administración de la sociedad [Pri-

mero, 1.b)], y en concreto, sobre “*si los miembros del Consejo de Administración son consejeros ejecutivos o no, y dentro de los consejeros ejecutivos, deberán señalarse los que tengan la condición de consejeros dominicales o de consejeros independientes de conformidad todo ello con las definiciones establecidas en las recomendaciones de buen gobierno*”. El contenido más pormenorizado del Informe Anual de Gobierno Corporativo y de la página web corporativa se establece por la CNMV —habilitada al efecto— en su Circular 1/2004, de 17 de marzo.

El concepto de consejero independiente, de reciente aparición a través de los códigos de buen gobierno y de la doctrina especializada⁽²⁾, puede ser tan importante como controvertido⁽³⁾, en la medida en que, además de ser un concepto ajeno a nuestra legislación, su incorporación a la práctica de los consejos de administración resulta difícil de materializar⁽⁴⁾, al moverse en los terrenos de la ética, de la psicología y de la sociología, no siempre fáciles de plasmar en las normas positivas del derecho⁽⁵⁾. En buena parte el correcto funcionamiento del Consejo de Administración y su defensa del interés social, en línea con las disposiciones legales y del buen gobierno corporativo, se basa en la actitud y el comportamiento de este tipo de consejeros y en la medida en que son capaces de ejercer su función con autonomía de criterio⁽⁶⁾. Este aspecto básicamente subjetivo⁽⁷⁾ hace que, pese a que su perfil responda a criterios objetivos

(2) PAZ ARES, C., “El perfil del consejero independiente”, en *Dirección y Progreso*, n.º 159, p. 84, lo sitúa en USA en los años 70, y en Inglaterra y resto de Europa en la década posterior.

(3) EGUIDAZU, S., “Independiente, demasiado independiente”, en *El País (Negocios)*, 5 de junio de 2005, p. 15; OLIVENCIA, M., “Managers’ revolution/independent’s counter-revolution (Ensayo sobre una nueva fase en la evolución de la Sociedad Anónima)”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, vol. II, Civitas, Madrid, 1996, pp. 2186 ss., lo considera como un importante factor de autocontrol y un elemento de contrapeso al poder de los ejecutivos que permite nuevos equilibrios en el poder societario (contrarrevolución de los independientes frente a la anterior “revolución” de los *managers*).

(4) APARICIO GONZÁLEZ, M.L., “Gobierno corporativo: entre el Derecho y la ética empresarial” en *RDM*, n.º 257, 2005, p. 1140; la autora se manifiesta de forma muy crítica cuando escribe: “*No parece razonable seguir consintiendo el actual estado de cosas en el que los consejeros independientes suelen tener de independientes poco más que la denominación, ya que son elegidos por el presidente de la sociedad*”.

(5) MATEU DE ROS, R., *La Ley de Transparencia y la Sociedades Anónimas Cotizadas*, Thomson-Aranzadi, 2004, p. 50, señala que la figura del consejero independiente es una “*categoría formal carente de reconocimiento expreso en el Derecho español*”.

(6) COMMISSION RECOMMENDATION *on strengthening the role of non-executive or supervisory directors*, Annex, 1.2.2; PUYOL, B., “Gran Bretaña: Informe sobre la revisión del papel de los consejeros no ejecutivos”, en *RDBB*, n.º 90, 2003, pp. 154 y 155, se hace eco de la consideración del Informe (*Review of the role and effectiveness of non executive directors*) por la cual “*un consejero no ejecutivo será considerado independiente cuando el Consejo determine su independencia de carácter y juicio y manifieste que no existen relaciones o circunstancias que afecten o puedan afectar tal juicio*”.

(7) CAÍNZOS, J.M., “La necesidad del buen gobierno”, en *El País*, 25 de mayo de 2004, plantea que “*la única medida válida de independencia consiste en si un consejero es o no capaz de decir ‘no’ cuando así lo demande su experiencia, su conciencia y sus conocimientos*”.

de independencia, su comportamiento “necesaria y permanentemente” vaya a seguir las pautas de autonomía que exige su función⁽⁸⁾, de ahí que ni los códigos de buen gobierno ni las normas legales⁽⁹⁾ puedan pasar del establecimiento de una serie de condiciones “comprobables” de independencia o referentes a su nombramiento, remuneración, renovación, etc. que, en todo caso, han de valorarse como condiciones necesarias, que no suficientes⁽¹⁰⁾. En definitiva, tenemos que plantearnos de antemano que esta figura de nuevo cuño es ambigua⁽¹¹⁾ y no resuelve por sí misma los complejos procesos de formación de la voluntad social —y mucho menos de su ejecución— en la que participan los administradores, de la misma forma que hemos de asumir la dificultad de su tipificación legal y la relatividad de su valor en la estructuración de los órganos sociales⁽¹²⁾, sin olvidar las diversas argucias que, respetando los requisitos formales, permiten una adaptación ajena a su espíritu⁽¹³⁾. A pesar de ello, parece obligado avanzar tanto en su perfil teórico como en los métodos de su funcionamiento y control.

(8) Vid. ESTEBAN VELASCO, G., “La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo”, en AA.VV. (ESTEBAN VELASCO, G., coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999, p. 203; PAZ ARES, C., “El perfil del consejero independiente”, en AA.VV., *La reforma de los Consejos de Administración*, en *Dirección y Progreso*, 1988, n.º 159.

(9) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes (Análisis de su presencia en el IBEX-35)”, febrero de 2006, disponible en «www.ucm.es/eprints», resalta, junto a la importancia de esta figura como aportación del gobierno corporativo, la indeterminación legislativa a la hora de definirlo. “*Nuestra Ley de Sociedades Anónimas no contiene matización alguna al respecto*”.

(10) COMMISSION RECOMMENDATION *on strengthening... op. cit.*, p. 13, “*It is not possible to list comprehensively all threats to directors’ independence [...] independence of any particular director should be based on the substance rather than the form*”.

(11) MONTALENTI, P., “*Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi de controllo interno: spunti per una riflessione*”, en *Riv. delle Soc.*, 2002, pp. 818 y 819.

(12) Con palpable escepticismo se manifiesta una buena parte de la doctrina: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre el Gobierno Corporativo: aspectos metodológicos y de contenido”, en AA.VV. (ESTEBAN VELASCO, G., coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*; Marcial Pons, Madrid, 1999, p. 87; ESTEBAN VELASCO, G., “¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas?”, en AA.VV. (Presentación), Marcial Pons, Madrid, 1999, p. 37; JIMÉNEZ DE PARGA, J., “Reglamentación interna de los Consejos de Administración”, en *RDBB*, n.º 69, enero-marzo de 1998, p. 128; MATEU DE ROS, R., *La Ley de Transparencia...*, *op. cit.*, pp. 56 ss.; TORENT, A., RIVERO, J.A. y ALVARADO, M., “Comités de auditoría”, en *RDM*, n.º 250, 2003, p. 1.645; SPENCER STUART, *España 2004; Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración*, donde se recoge el dato de que sólo el 12% de los 185 consejeros calificados como independientes pueden reputarse como tales en función de su elección y nombramiento; MATEU DE ROS, R., *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2007, p. 37.

(13) Vid. “El mito de los consejeros independientes”, en *El País*, 21 de noviembre de 2004, pp. 66 y 67.

El concepto de consejero independiente, en el estado actual de la legislación de Sociedades Anónimas⁽¹⁴⁾, habrá de encontrar límites y condicionantes legales que harán más difícil la incorporación de este instituto al sistema legal, pudiendo llegar a la incompatibilidad en caso de contradicción entre el *soft law* y el *hard law*⁽¹⁵⁾. Así, si partimos de la base de igualdad del *status* jurídico de los administradores en nuestra legislación, salvo las normas de estructuración interna del Consejo reguladas en los estatutos [art. 9.h) del TRLSA] y la designación de uno o varios Consejeros Delegados o una Comisión Ejecutiva (art. 141 del TRLSA), así como el nombramiento del Presidente del Consejo⁽¹⁶⁾, los consejeros no se diferencian unos de otros ni por sus capacidades (salvo las delegadas) ni por el valor de su voto, ni por sus responsabilidades⁽¹⁷⁾, salvo que, por recomendaciones “extralegales”⁽¹⁸⁾ que veremos, se sometan a un régimen especial de selección y propuesta⁽¹⁹⁾.

(14) Ni en la LSA ni en la LMV se recoge o menciona esta categoría de consejeros. Solamente a través del desarrollo reglamentario del art. 116 de la LMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo, se introduce en el derecho esta figura, ya que esa norma exige informar sobre aquellos consejeros no ejecutivos que tengan la condición de independientes (Orden Eco 3722/2003 y Circular 1/2004 CNMV).

(15) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 5.

(16) SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Aranzadi, Cizur Menor, 2005, p. 722.

(17) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Gran Bretaña: sentencia sobre la diligencia exigible a los consejeros independientes”, en *RDBB* n.º 100, se refiere al caso “Swan and North”, indicando que “*estamos ante un caso que supone una llamada de atención para todos los consejeros independientes, de los que se espera no sólo una condición personal irreprochable, sino una decidida intención de actuar e informarse. En otro caso, su pasividad consistirá en la fuente de su responsabilidad*”.

(18) BELCREDI, M., “Amministratori indipendenti, amministratore di minoranza, e dintorni”, en *Riv. delle Soc.*, 2005, p. 853, recoge la actitud positiva del Ministro Sinescalco (Gobierno Berlusconi) emitida el 2 de octubre de 2004: “*per l’elevazione al rango legislativo delle provvisori del Codice di Autodisciplina in materia di composizione del CdA e amministratori indipendenti*”. Su materialización (ddl. sulla tutela del risparmio, 3 de marzo de 2005) prevé un consejo compuesto de más de siete miembros de los que al menos uno debe poseer los requisitos de independencia exigidos a los síndicos y por los códigos de autodisciplina.

(19) ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sistema de elección de los consejeros. Comité de nombramientos”, en AA.VV. (ESTEBAN VELASCO, G. coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, *op. cit.*, p. 232, donde se indica: “*las sugerencias contenidas en el Código (OLIVENCIA) y su Informe desembocan en la existencia de varias categorías de consejeros con una posición jurídica no coincidente, lo cual contrasta con el modelo legal vigente de sociedad anónima en el cual se equipara la posición jurídica de cada uno de los miembros del órgano de administración [...] A este respecto, la existencia de un modelo legal vigente de un único régimen de responsabilidad que afecta a todos los administradores por igual es consecuencia precisamente de la existencia de una misma posición jurídica para cada administrador*”; en lo referente a la posibilidad de diferentes duraciones del cargo de consejeros dentro de un mismo órgano, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.T., “Admisibilidad de cláusula estatutaria fijando plazos desiguales de duración del cargo de consejeros de sociedades cotizadas” (A propósito de la RDGRN del 26 de marzo de 2002; BOE 30-5-2002) en *RDBB*, n.º 87, julio-septiembre de 2002, pp. 267-295, se analiza la postura de la DGRN estimando el recurso de BANKINTER ante la negativa del registrador de inscribir la decisión de su Junta General de 18 de abril de 2001 de nombrar consejeros por dos años “*a profesionales de especial relieve...*” (presumiblemente independientes), plantea la autora los límites que acotan la autonomía de la voluntad de los socios a la luz del art. 10 del TRLSA, inclinándose por la postura de la DGRN a favor de la admisión de discriminación de plazos de duración dentro del mismo consejo.

Otro factor limitativo radica en el sistema de representación proporcional previsto en el artículo 137 del TRLSA⁽²⁰⁾. En casos de concentración del capital⁽²¹⁾ en pocas manos o de control *de facto* por uno o varios socios aunque posean pequeños porcentajes del capital, la presencia del administrador independiente puede ser meramente testimonial⁽²²⁾ privándoles, virtualmente, de un peso significativo a la hora de ponderar sus votos, lo que, antes o después, hará que se vean inmersos en una actitud de “complacencia” hacia las propuestas del Presidente —máxime si es ejecutivo— y de los otros consejeros ejecutivos⁽²³⁾, obviamente alineados con los grupos de control de la sociedad⁽²⁴⁾. Si se trata de una sociedad con el capital muy disperso en participaciones atomizadas⁽²⁵⁾ serán los propios administradores o el Presidente quienes propongan la nominación de consejeros en la Junta, o, más verosímilmente, que los designen directamente a través del procedimiento de cooptación regulado en el artículo 138 del TRLSA⁽²⁶⁾.

(20) MATEU DE ROS, R., *El Código Unificado...*, *op. cit.*, p. 21, en relación a los problemas de proporcionalidad del art. 137 del TRLSA, “los consejeros son todos, en ese sentido, dominicales porque todos representan, de una u otra manera, al capital social, sea a la mayoría, sea a la minoría cualificada de accionistas”.

(21) Vid. JUSTE MENCÍA, J., *Los derechos de minoría en la sociedad anónima*, RdS-Monografía, Aranzadi, Pamplona, 1995, p. 41, donde indica que “en este caso (accionistas mayoritarios o grupos de control) las mayorías o las minorías no son ya ‘hijas del caso’ sino manifestaciones estables de una estructura de poder que, si no inmutable, adquiere al menos el carácter de permanente hasta que la sociedad sea controlada por otro grupo de poder”.

(22) SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de Sociedades*, Discurso leído el día 26 de marzo de 2001 en el acto de su recepción como académico de número de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, p. 240, propone que los consejeros independientes “a fin de no quedar reducidos a una representación simbólica” ocupen una parte significativa del Consejo, por ejemplo, no inferior a un tercio de sus miembros.

(23) PAZ ARES, C., “El perfil...”, *op. cit.*, p. 86, habla de “constricciones estructurales” de los independientes y en concreto, en relación con el Presidente del Consejo que controla la convocatoria, agenda, orden del día y la información, lo que impide la supervisión efectiva por parte de los independientes.

(24) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 4, menciona que “el Consejo se había convertido en un órgano que, a pesar del carácter colegiado, actuaba con un criterio monolítico; la unanimidad y la permanente coincidencia de criterios sin fisuras eran la regla y la discrepancia —siquiera ínfima— era la excepción”.

(25) Vid. BELCREDI, M., “Amministratori indipendenti...”, *op. cit.*, *passim*, sobre el sistema de listas “de minoranza” —para ciertas sociedades privatizadas— y su confrontación con el sistema de incorporación obligatoria de consejero independiente en los consejos de más de siete personas, según el grado de concentración de la propiedad y del control de determinados accionistas o, en su caso, del accionariado disperso.

(26) SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores...*, *op. cit.*, p. 718: “En los supuestos de sociedades de capital mayoritariamente disperso [...] en ocasiones son los propios administradores —o a veces el presidente ejecutivo— el que mantiene el criterio de selección de los consejeros buscando la eficiencia y de modo especial la lealtad y confianza hacia su persona...”; TRÍAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw-Hill, Madrid, 1988, p. 388, menciona que de las 125 compañías del SIB, 88 son sociedades con accionistas de control y 37 (incluidos los grandes bancos del momento) carecen de ellos. Hay que reseñar que, a pesar de las privatizaciones posteriores de grandes empresas del sector público —Repsol, Endesa, Argentaria, etc.— la situación no ha cambiado sustancialmente, ya que el Estado ha sido sustituido como accionista por inversores financieros que siguen controlando estas compañías, a excepción de la antigua Argentaria, hoy BBVA.

En este trabajo vamos a centrarnos en los aspectos distintivos del consejero independiente que pueden justificar la presunción de independencia en su actuación, tanto en su versión más generalizada recogida en códigos e informes de buen gobierno corporativo como en aquellos aspectos no considerados en ellos o meramente enunciados en forma de cláusulas generales que puedan permitirnos avanzar significativamente en la consideración objetiva de esa presunción —en particular su proceso de selección y nombramiento, su reelegibilidad, su revocación o separación y su remuneración— de forma que nos permita avanzar en la configuración más precisa de esta figura.

Algunas de estas consideraciones conllevan modificaciones en el régimen legal de los administradores en cuanto a sus deberes fiduciarios diferenciales, sus funciones o respecto a su régimen de responsabilidad⁽²⁷⁾, pudiendo llevar a replanteamientos sustanciales del órgano de administración monista en cuanto a la igualdad de todos sus componentes, aspecto este que tratamos de forma marginal para centrarnos primordialmente en las condiciones objetivas y subjetivas de “elegibilidad” del consejero independiente.

I. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS

La idea de consejero independiente se suele vincular a distintos requerimientos y características, así como a enfoques finalistas, todos ellos tendentes a enfatizar la posición de independencia del consejero con respecto a los ejecutivos⁽²⁸⁾ —consejeros o no— de la sociedad⁽²⁹⁾. La independencia del administrador supone, además de disponibilidad y dedicación de tiempo para el ejercicio de su función⁽³⁰⁾, capacidad de enjuiciar propuestas y situaciones y ausencia de circunstancias que puedan derivar en conflicto de interés con el propio interés social⁽³¹⁾.

(27) ALONSO UREBA, A., “Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los artículos 133.2 (responsabilidad de administradores) y 141.1 (autoorganización del consejo) del TRLSA”, en *RDBB*, n.º 25, *passim*.

(28) OLIVENCIA, M., “Managers’ Revolution...”, *op. cit.*, p. 2189: “Lo que se suscita ya en el mundo anglosajón es que el Board se beneficia de esa combinación entre la ‘amplitud de miras’ de los Consejeros independientes y la ‘profundidad de conocimientos’ de los ejecutivos”.

(29) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 4, refiriéndose a la situación tradicional, considera que “la composición de los Consejos se adaptaba a la personalidad del presidente y primer ejecutivo [...] el Consejo debía fidelidad y apoyo a los ejecutivos, pero que difícilmente permitía una actuación correctora de los errores o irregularidades de los mismos”.

(30) *Ibid.*, p. 21, recalca que la función supervisora no es la única que compete a los independientes.

(31) En COMMISSION RECOMMENDATION *on strengthening...*, *op. cit.*, anexo 1.2.2, se indica que la condición de consejero independiente implica: a) mantener en cualquier circunstancia su independencia de análisis, decisión y acción; b) no buscar ni aceptar cualquier ventaja no razonable que pueda comprometer su independencia; y c) expresar claramente su oposición en el caso en que entienda que una decisión del consejo pueda ser perjudicial para la sociedad.

Los requisitos más comunes, como veremos a continuación, hacen referencia a la ausencia de vínculos personales, profesionales o comerciales entre el consejero y la sociedad —entendida en sentido amplio como grupo— que puedan influir en la actitud de este consejero cuando tenga que emitir un juicio y/o voto en el seno del Consejo (conflicto material de intereses). Es frecuente, igualmente, que los códigos de buen gobierno hagan hincapié en la capacitación técnico-profesional, experiencia y otros aspectos atinentes a la personalidad, reputación y profesionalidad del consejero. Igualmente, se suele adjudicar a los consejeros independientes el papel de representantes de los intereses de los pequeños accionistas o de las minorías accionariales ajenas a los grupos de control⁽³²⁾. Desde un punto de vista teleológico se suele insistir, además de la evitación de los conflictos de interés, en la capacidad y actitud de defensa en todo momento de los intereses sociales, especialmente cuando éstos no coinciden con los de los grupos de control o con los del sector ejecutivo de la compañía. Por último, la figura que analizamos se suele someter a una serie de procedimientos relativos a la propuesta, selección y nombramiento, tanto por la Junta (art. 137 del TRLSA) como en el Consejo por cooptación (art. 138 del TRLSA), que presten una cierta garantía de que el proceso de su integración se hace con independencia de los mencionados grupos de control, los ejecutivos y el propio Presidente.

Estos enfoques no tienen por qué ser excluyentes y en general se manejan conjuntamente, con más o menos énfasis en algunos de ellos, con el propósito común de establecer unas pautas que aseguren *a priori* que el administrador reúne una serie de características técnicas y personales que permiten suponer su independencia (*aptitud*) y que puede actuar con autonomía de criterio a la hora de enjuiciar y emitir su voto (*actitud*)⁽³³⁾. Todo ello no significa que pueda garantizarse su comportamiento independiente en todo caso e, incluso, puede resultar difícil la valoración del mismo, ya que estará inmerso en una serie de circunstancias y matices cuya ponderación es eminentemente subjetiva sin que responda a un régimen específico de responsabilidad⁽³⁴⁾.

Así pues, a la hora de acotar y definir el concepto de administrador independiente tendremos que manejar criterios de diversa naturaleza que a efectos sistemáticos agrupamos en: a) objetivos, b) de capacitación, c) representativos, d) teleológicos y e) procedimentales.

(32) Vid. BELCREDI, M., “Amministratori indipendenti...”, *op. cit.*, pp. 859 ss.

(33) HOPT, K.J., “Modern Company and Capital Market Problem: Improving European Corporate Governance After Enron”, en AA.VV. (ARMOUR, J. y McCAHERY A. Ed.), *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publ., Oxford and Portland, Oregón, 2006, p. 461, reconoce que “*the concepts of what independence’s meant by and who or how many of the directors should be independent in the sense of the relevant rule differ widely*”.

(34) Vid. MONTALENTI, P., “Corporate Governance, Consiglio di Amministrazione...”, *op. cit.*, p. 819.

II. CRITERIOS OBJETIVOS; INCOMPATIBILIDADES ⁽³⁵⁾

El Informe OLIVENCIA (2.1), tras clasificar a los consejeros en ejecutivos y no ejecutivos o externos y a estos últimos en dominicales e independientes, define a los consejeros independientes como “*aquellos consejeros que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los núcleos accionariales de control que más influyen sobre éste*”. El Código UNIFICADO (III.5) establece que “*se considerarán consejeros independientes, aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directores*”. Ambas definiciones están en línea con las expresiones habituales en otros códigos e informes de buen gobierno corporativo ⁽³⁶⁾.

De estas definiciones generales se extrae que una primera condición de presunción de independencia es la ausencia de vínculos familiares o profesionales con el equipo ejecutivo de la compañía o grupo o con compañías que mantengan unas determinadas relaciones con la primera como clientes o proveedores significativos.

La ausencia de relaciones familiares entre el consejero y los miembros del equipo ejecutivo o del Consejo se suelen referir tanto a la situación presente como a momentos precedentes (dos años en el Reglamento Tipo de la CNMV —art. 21.2—). En ciertos códigos se especifica con detalle los grados de parentesco incompatibles con la presunción de independencia ⁽³⁷⁾, llegando a establecer niveles de relación “parafamiliares” que pueden ser tenidos en cuenta. Tal es el caso del Código UNIFICADO (III.5) al establecer que no podrán ser calificados en ningún caso como consejeros

⁽³⁵⁾ MATEU DE ROS, R., *La Ley de Transparencia...*, *op. cit.*, p. 51, agrupa estos criterios bajo el epígrafe de “criterios subjetivos”, en la medida en que su cumplimiento implica ausencia de conflictos de interés. Nosotros hemos preferido la consideración de objetivos-incompatibilidades en la medida en que son situaciones muy delimitadas y comprobables frente a otros criterios, tales como la capacitación, experiencia, reputación, etc. que por su naturaleza suelen exigir juicios de valor.

⁽³⁶⁾ Entre otros, Informe CADBURY (1992), 4.12: “... *deben ser independientes de la dirección y estar libres de toda relación empresarial...*”; NYSE AND NASD (2003): “*to have no material direct or indirect relationship with the company...*”; VIENOT II (1999) Troisième partie. II: “*un administrateur est indépendant de la direction de la société lorsqu’il n’entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l’exercice de sa liberté de jugement*” (recogido casi literalmente en el Informe BOUTON, 2002, p. 9 y 10); BLUE RIBBON COMMITTEE (rec. 1): “*members of the audit committee shall be considered independent if they have no relationship to the corporation that may interfere with the exercise of their independence from the management of the corporation*”; OCDE Principles [2.ª parte, apdo. 5.E)]; Informe ALDAMA (2003), 2.1.c; Informe WINTER (2002), chapter III, p. 8; etc.

⁽³⁷⁾ La propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, art. 422, establece el parentesco en tercer grado respecto a auditores, administradores o socios con más de un 1% del capital durante los últimos tres años; el BLUE RIBBON COMMITTEE no especifica grado al referirse al parentesco con el “executive officer”, pero sí al plazo mínimo de tres años.

independientes quienes “*sean cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad, o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad*”.

El hecho de ser o no accionista por parte del consejero independiente es objeto de consideraciones diferentes, salvo en la aceptación generalizada de que la condición de accionista “significativo”⁽³⁸⁾ no es compatible con esa calificación. El mismo tratamiento se le aplica al hecho de pertenecer o haber pertenecido anteriormente⁽³⁹⁾ a la línea ejecutiva o al Consejo, bien estableciendo un período de “*cooling off*” de varios años⁽⁴⁰⁾, bien prohibiendo su consideración de independiente *sine die*⁽⁴¹⁾.

Las relaciones comerciales, financieras o de prestación de servicios entre el consejero y la sociedad y su grupo pueden ser fuente de importantes conflictos de interés siempre que sean de una cuantía, absoluta o en términos relativos, de cierta consideración (“material”). En todo caso se suelen considerar como tales, tanto las relaciones directas, como las canalizadas por medios indirectos⁽⁴²⁾. En algunas propuestas (Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, art. 422.5.^o) la incompatibilidad se extiende a consejeros y directivos de una entidad de crédito o que hayan pertenecido a

(38) La Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, art. 422.1.^o, sitúa este límite en el 1%; el Código UNIFICADO (III.5, *in fine*) establece que “*el consejero que posea una participación accionarial en la sociedad podrá tener la condición de independiente, siempre que satisfaga todas las condiciones establecidas en esta Recomendación y además su participación no sea significativa*”.

(39) La antelación de pertenencia varía desde los dos años del Reglamento Tipo de la CNMV a los tres de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles o los cinco del BLUE RIBBON COMMITTEE, o bien la condición de no haber sido nunca Presidente, Consejero Delegado o empleado de la sociedad.

(40) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 18, al analizar la situación de las sociedades del IBEX-35, llama la atención sobre los consejeros externos que no se ha podido determinar si son independientes o dominicales: “... *son los antiguos consejeros ejecutivos o directivos de la propia sociedad los que, principalmente con motivo de su jubilación [...], permanecen o se incorporan al consejo con ese carácter externo*”.

(41) El Código UNIFICADO (III.5) excluye la condición de independiente a los consejeros ejecutivos o empleados de las sociedades del grupo si no han transcurrido 5 o 3 años, respectivamente, desde el cese de su relación, así como a los consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.

(42) El Reglamento Tipo de la CNMV, art. 21.2.c), se refiere a las “*personas que directa o indirectamente, a través de sociedades en las que participen de manera significativa hayan hecho o recibido pagos de la compañía...*”; el Código UNIFICADO lo concreta en aquellos que “*perciban de la sociedad, o del mismo grupo, cualquier cantidad o beneficio por concepto distinto de la remuneración de consejero, salvo que no sea significativa; mantengan o hayan mantenido durante el último año una relación de negocios importante con la sociedad o con cualquier sociedad del grupo [...]; o sean accionistas significativos, consejeros ejecutivos o altos directivos de una sociedad que reciba o haya recibido durante los tres últimos años, donaciones significativas de la sociedad o de su grupo*”.

una entidad de esta naturaleza en los últimos tres años, aunque no haya intervenido en la financiación de la sociedad concernida⁽⁴³⁾.

El desarrollo de determinadas actividades dentro de ciertos servicios prestados a la sociedad suele conllevar para quienes los ejecutan la incapacidad para ser considerados como independientes. Tal es el caso de las personas que han pertenecido a una firma de auditoría, siempre que esa firma haya auditado a la sociedad en un período precedente que suele oscilar entre tres y cinco años⁽⁴⁴⁾. Igual consideración se suele aplicar al consejero que “*pertenece como profesional a una firma de abogados que sea el asesor principal de la compañía o a un banco de inversiones contratado por la sociedad en calidad de asesor o haya actuado como banco principal en una emisión de valores en algún momento de los dos ejercicios anteriores*”⁽⁴⁵⁾.

A lo largo de esta enumeración de condicionantes de presunción de independencia se perciben los esfuerzos del legislador o regulador por “tipificar” algo que, como hemos repetido, es de muy difícil evaluación. Los consejeros, una vez nombrados y aceptado el cargo, son administradores “de la sociedad” y no representantes o mandatarios de grupos mayoritarios o de las minorías, y cabe pensar que en su actuación, al menos en teoría, deberían defender los intereses de la sociedad con una actuación independiente de quienes les nombraron, surgiendo así un “deber de independencia” que cabría incluirlo dentro del deber general de fidelidad⁽⁴⁶⁾. Este principio es, a nuestro entender, tan evidente como difícil de materializar, y la práctica se encarga de demostrar la dificultad de su aplicación⁽⁴⁷⁾. De ahí que, a la postre, estos deberes generales, como el de independencia-fidelidad, haya que plasmarlos en normas muy concretas —no necesariamente legales— en el entorno de los reguladores del mercado y de las propias normas estatutarias o reglamentarias internas de la sociedad dentro de un marco general legislado.

(43) En relación con la calificación de “material” (significativo, importante) de algunas disposiciones americanas se llega a una enumeración minuciosa tanto en términos absolutos como relativos. Este es el caso de la regulación NYSE AND NASD, aprobada por la SEC, *cit.*, donde se establece que no puede considerarse independiente la persona que recibe (o cuyos familiares reciben) más de 100.000 dólares anuales (60.000 para el NASDAQ) al margen de los recibidos en su condición de consejeros o miembros de los comités del Consejo, así como cualquier “ex officer” de una compañía que recibe pagos de la sociedad cotizada por más de 1 millón de dólares al año o represente más del 2% de las ventas de la recipiente (en el caso del NASDAQ, la mayor de las cifras entre 200.000 dólares al año o el 0,5% de las ventas).

(44) El Código UNIFICADO (III.5) establece un período de tres años para el socio del auditor externo o responsable del informe.

(45) ALI, *Principios de Gobierno Corporativo: Análisis y Recomendaciones*, sec. 1.34.5.

(46) *Vid.* MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, *op. cit.*, p. 52.

(47) El propio Informe OLIVENCIA se hace eco de esta dificultad cuando reconoce que “*nuestra impresión es que en los medios financieros se está extendiendo una interpretación un tanto ligera de lo que es el consejero independiente, más atenta a la letra que al espíritu de la denominación*”; para un análisis de la realidad de nuestro mercado más relevante (IBEX-35) *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUI-LARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, pp. 9-19.

III. CRITERIOS DE CAPACITACIÓN, REPUTACIÓN Y DEDICACIÓN

La ausencia de los vínculos familiares, comerciales o profesionales que acabamos de ver no es suficiente para justificar la condición de independiente de un administrador. En la mayoría de las aproximaciones a este concepto se hace referencia como criterio adicional a la experiencia, conocimiento y reputación del titular, en la medida que esas características pueden facilitar la actitud de independencia del administrador⁽⁴⁸⁾. Cabría añadir, como se hace en algunos códigos, que esta capacitación y experiencia debería ser de aplicación general a todos los consejeros, con independencia de su adscripción a uno u otro grupo, aspecto que quedaría encuadrado dentro de los deberes de diligencia e información que la ley exige a todos los administradores, con la matización de que en el caso de los independientes es “*precisamente por esas cualidades*” por las que son nombrados. Su experiencia, conocimientos y profesionalidad pueden aportar al consejo una visión más amplia y con perspectivas diferentes, lo que implica un claro valor añadido en la determinación en cada momento del interés social y en la prevención o resolución de conflictos de interés que las propuestas de los administradores dominicales o ejecutivos puedan plantear en su seno.

Desde un punto de vista riguroso en cuanto a la independencia, hay que notar que los aspectos “reputacionales”⁽⁴⁹⁾ pueden tener un mayor peso en el comportamiento del consejero independiente por el riesgo que supone, precisamente para su reputación, alinearse con propuestas del equipo ejecutivo o del Presidente que puedan crear serios conflictos de interés y, a la postre, responsabilidades por daños o incumplimiento de sus deberes fiduciarios⁽⁵⁰⁾.

En la medida en que estos criterios se manejen como factores de selección del consejero, su experiencia y su reputación podrán emplearse como criterios “objetivos” ajenos a cualquier intento de “sometimiento” a los planteamientos presidenciales, ya que se podrá argumentar que es “precisamente” su criterio y opinión, conocidos y

(48) El Código OLIVENCIA (2.1) establece como criterios complementarios al de ausencia de vínculos los de “*experiencia, competencia y prestigio profesional*”; el Reglamento Tipo de la CNMV (art. 8.2) se refiere a “*profesionales de reconocido prestigio que no se encuentren vinculados al equipo ejecutivo o a los accionistas significativos*”; el CÍRCULO DE EMPRESARIOS (apdo. 2.3) indica que “*... son llamados a formar parte del Consejo de Administración por su prestigio personal, por su experiencia y por su independencia*”; el Informe WINTER, chapter III, recomienda con carácter general que los consejeros posean un “*basic financial understanding*”; la COMMISSION RECOMMENDATION on strengthening..., considerando 16, declara la necesidad de que los consejeros sean “*qualified individuals*”, dejando a la compañía la decisión sobre los niveles de calificación y especificando que el Comité de Auditoría requiere determinados conocimientos para esa función (art. 11).

(49) PAZ ARES, C., “El perfil...”, *op. cit.*, p. 88, esgrime como aspecto básico de la independencia lo que denomina “capital reputacional”.

(50) En cuanto al papel de los consejeros independientes en la prevención de conflictos de interés que puedan surgir (*monitoring role*) entre los consejeros ejecutivos, *vid.* OLIVENCIA, M., “Managers’ Revolution...”, *op. cit.*, p. 2191.

reconocidos en el mercado, lo que se busca como auténtica aportación, y que esa aportación requiere altas dosis de independencia⁽⁵¹⁾.

La complejidad y la trascendencia de la función del consejero independiente, unidas a su más que probable pertenencia a las comisiones de control del Consejo (Auditoría, Nombramientos, Remuneraciones...) exige una dedicación significativa de la capacidad y el tiempo de este tipo de consejeros, lo que necesariamente implica una práctica incompatibilidad del puesto con su presencia en otros consejos o al menos la reducción a muy pocos⁽⁵²⁾. En el caso del Presidente de la Comisión de Auditoría la dedicación plena y exclusiva se impone en la realidad sin que, necesariamente, sea extensible a los otros miembros del Comité igualmente independientes.

IV. REPRESENTACIÓN DE MINORITARIOS

Es común adjudicar al consejero independiente el papel de representante de los intereses de los accionistas minoritarios o dispersos⁽⁵³⁾, pudiéndose inscribir estas funciones en el capítulo de las medidas de protección de las minorías accionariales⁽⁵⁴⁾. Desde un punto de vista conceptual nos parece un enfoque un tanto marginal en la medida en que, como hemos mencionado, la unidad del Consejo con un deber general de defender los intereses sociales y con un único régimen de responsabilidad solidaria podría verse amenazada. Además, esa minoría pretendidamente defendida suele ser incapaz de manifestar su voluntad pues su dispersión y su desentendimiento de los asuntos sociales hace imposible cualquier consulta en el momento de la toma de decisiones⁽⁵⁵⁾.

(51) JIMÉNEZ DE PARGA, R., “Reglamentación interna...”, *op. cit.*, p. 132, menciona cuatro condiciones para poder considerar a un administrador como independiente: a) ser pensador independiente, b) con dedicación de tiempo e interés en la compañía, c) estar integrado en la cultura de la empresa, y d) ser conocedor del sector y del mercado; A nuestro modo de ver, en algunos casos se ha ido demasiado lejos en la fijación de procedimientos que aseguren una adecuada formación. Así, HOPT, K.J., “Modern Company...”, *op. cit.*, p. 460, plantea como una alternativa “*requiring the company to disclose why each non-executive director is considered competent or fit and proper for this office, and require the authority competent for listing on the stock exchange*”.

(52) ALONSO LEDESMA, C., “El buen gobierno de las sociedades en Europa”, en *RDBB*, n.º 88, octubre-diciembre de 2002, pp. 144 y 145, evidencia la laxitud de estos requerimientos de los códigos de buen gobierno. “*Resulta curioso, sin embargo, que en ningún código se ponga límite al número de consejos a los que puedan pertenecer los ‘independientes’, dado que su pertenencia a varios consejos, aparte de impedir llevar a cabo su función con la diligencia exigible a todo administrador, podría, cuando menos, restarles independencia o colocarles en una permanente situación de conflicto de intereses*”.

(53) Por todos, Informe OLIVENCIA, 2.1; ESTEBAN VELASCO, G., “Reorganización...”, *op. cit.*, p. 96.

(54) Para el ejercicio del derecho de ciertas minorías a la luz del art. 137 del TRLSA, donde se regula el sistema de representación proporcional, *vid.* JUSTE MENCÍA, J., *Los derechos de minorías...*, *op. cit.*, pp. 295 ss.

(55) *Vi.* EMPARANZA, A., “El Reglamento de la Junta de Accionistas tras la nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de Transparencia de las Sociedades Cotizadas”, en *RdS*, n.º 21, 2003-2, p. 150.

Por ello, nos parece que esa pretendida defensa de los intereses de los minoritarios se puede producir, de una forma indirecta, sólo en la medida en que el consejero independiente vote a favor de propuestas que persiguen el interés social y éstas planteen un claro conflicto de interés en los mayoritarios, o se traduzcan en medidas claramente abusivas contra los intereses de la minoría⁽⁵⁶⁾. Pero en ningún caso podrán considerarse estos consejeros como representantes o mandatarios de esa minoría⁽⁵⁷⁾. Como acertadamente señala ESTEBAN VELASCO⁽⁵⁸⁾, “*ni siquiera en el caso ‘fuerte’ de representación proporcional del derecho español o del acceso a la minoría a través del sistema de votación de las listas, se rompe el principio de la vinculación de los consejeros al interés social cualquiera que sea su procedencia (...). La diversa composición está llamada a esa mejor ponderación del conjunto de los intereses plurales de los socios, obviamente en cuanto socios. No es un instrumento para realizar los intereses de los socios que sean incompatibles con el interés social*”.

V. CRITERIO TELEOLÓGICO

Resulta casi tautológico afirmar que el consejero independiente debe perseguir la consecución del fin social, pues esta no es una característica exclusiva de estos consejeros, sino que afecta por igual a todos ellos con independencia de su condición y origen. Tampoco desde este enfoque teleológico podemos asignarle, tal como acabamos de ver, ningún fin específico relacionado con las minorías o los pequeños accionistas si no es por la vía indirecta de defensa del interés social como interés de la sociedad.

Por ello, sólo puede entenderse este enfoque de la figura del consejero independiente en la medida en que la presunción de ausencia de conflictos de interés —frente a lo que puede ocurrir con los consejeros ejecutivos o dominicales— le permite una actuación exclusivamente encaminada a la consecución del interés social, en ocasiones en conflicto con los socios de control, y erigiéndose por esta vía indirecta en defensor de las minorías alineadas con ese interés social, que no con los planteamientos de esos socios de control⁽⁵⁹⁾.

⁽⁵⁶⁾ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 29, se refiere al vicepresidente (independiente) que “*debe incitar a los otros consejeros independientes a ejercer diligentemente el cargo, tomando en cuenta tanto el interés social, como esos otros intereses legítimos que no tienen representantes en el Consejo distintos de los independientes*”.

⁽⁵⁷⁾ El propio Informe ALDAMA (p. 33) pretende dejarlo claro al afirmar que no existen distintas clases de consejeros, y que la función de los independientes no es únicamente la de controlar a los restantes miembros del Consejo o la *representación de los accionistas minoritarios* (s.n.); ESTEBAN VELASCO, G., “Reorganización...”, *op. cit.*, p. 94.

⁽⁵⁸⁾ ESTEBAN VELASCO, G., “Reorganización...”, *op. cit.*, pp. 94 y 95.

⁽⁵⁹⁾ En este sentido nos parece adecuada la posición de BELCREDI, M., “Amministratori indipendenti...”, *op. cit.*, p. 860: “*essi devono essere i garanti della trasparenza del processo decisionale interno al CdA [...]. Essi devono essere, cioè, i garanti della ‘fairness’ sostanziale e procedurale delle decisioni...*”.

No compartimos el énfasis que determinados informes y códigos de buen gobierno ponen en este aspecto de búsqueda en todo caso del fin social y de la representación de la minoría dispersa del accionariado, por las connotaciones que puede acarrear respecto a los demás consejeros, de una parte, y por el virtual fraccionamiento del Consejo —difícil de justificar en nuestro actual régimen legal de la sociedad anónima—, de otra⁽⁶⁰⁾. Por ello aplaudimos la eliminación de la figura del Vicepresidente independiente, recogida en el Proyecto de Código UNIFICADO (versión 18 de enero de 2006) y suprimido en su redacción definitiva de mayo de ese año, tras la fase de consultas y sugerencias al que se sometió el texto provisional.

VI. CRITERIOS PROCEDIMENTALES: SELECCIÓN Y PROPUESTA

Especial consideración merecen los aspectos relacionados con la selección, propuesta, nombramiento, funcionamiento, reelección, remuneración y evaluación del consejero independiente, en la medida en que cada uno de ellos puede tener una influencia decisiva en el comportamiento del administrador.

La selección del candidato⁽⁶¹⁾, con la que se inicia el proceso, suele encomendarse a la Comisión de Nombramientos siguiendo un procedimiento formal⁽⁶²⁾ que garantice la selección en función de los méritos de los candidatos (Informe CADBURY,

⁽⁶⁰⁾ Cabe preguntarse si la propia clasificación de consejeros del Informe OLIVENCIA, la exigencia de muchos códigos de que los componentes del Comité de Auditoría sean total o mayoritariamente independientes, el establecimiento de cupos o porcentajes mínimos de miembros independientes en el Consejo, la recomendación de procedimientos específicos de selección y/o nombramiento de éstos o incluso la recomendación de mantener reuniones separadas del resto del Consejo y la reserva de determinados puestos para componentes de su colectivo no implican un replanteamiento del concepto de unidad del Consejo y la conveniencia de establecer grupos con *status* diferenciado tal como, en alguna medida, ocurre con el Consejero Delegado o los pertenecientes a la Comisión Ejecutiva.

A estos efectos resulta muy ilustrativa la disposición del apartado 7 de las *Directrices sobre Cuestiones Significativas de Gobierno Corporativo de GENERAL MOTORS*, donde se especifica que “*el Consejo entiende que las decisiones relativas a asuntos de gobierno corporativo se adoptarán por los consejeros independientes*”, medida que rebasa ampliamente el deber de abstención de los consejeros que puedan encontrarse en situación de conflicto de interés. Además (apdo. 14), propugna que los consejeros independientes se reúnan dos o tres veces al año en sesión separada, presididos por el Presidente de la Comisión Ejecutiva, para, entre otras cosas, deliberar sobre el primer ejecutivo.

En la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (art. 388) se prevé que el Presidente de la Junta sea un consejero independiente, bien designado en los estatutos, bien elegido por los consejeros independientes de la sociedad cotizada.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.T., “Admisibilidad de cláusula...”, *op. cit.*, plantea la posibilidad de duración diversa del cargo de consejero independiente respecto al resto de los consejeros.

⁽⁶¹⁾ TORRENT, A., RIVERO, J.A. y ALVARADO, M., “Comités de Auditoría”, *op. cit.*, p. 1645, manifiestan su escepticismo respecto a la selección de estos consejeros en la medida en que en la actualidad la mayoría de las propuestas proceden de los “núcleos duros” o del Presidente; PAZ ARES, C., “El perfil...”, *op. cit.*, p. 85, al exponer las tesis “gerencialistas” y el escepticismo que transmiten, se refiere a “*sesgos en el proceso de selección y designación de los consejeros independientes*”.

⁽⁶²⁾ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 43, entiende que “*lo deseable es que la selección de quien es independiente se ajuste a un proceso prefijado, que permita asegurar algo tan simple como la condición de independiente de quien se propone al Consejo por esa cualidad*”.

4.14)⁽⁶³⁾. En algunos casos existen asociaciones profesionales, institutos o similares que, además de fomentar la independencia del consejero e informar y formar sobre todo lo referente a esta tarea, facilitan listas de posibles candidatos que pueden servir de base para iniciar la selección⁽⁶⁴⁾.

El Informe OLIVENCIA (5.2) sugiere extremar el rigor en el proceso de selección de los administradores independientes ofreciendo algunas indicaciones a tener en cuenta por la Comisión de Nombramientos y, en general, por el Consejo de Administración⁽⁶⁵⁾. El Código UNIFICADO (III.5) excluye de esta categoría de independientes a los que no hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o para su reelección, por la Comisión de Nombramientos.

Dada la trascendencia de la fase de selección en la independencia del candidato se hace necesario que la Comisión de Nombramientos desarrolle un trabajo permanente en la elaboración de listas de posibles candidatos y su actualización, sin que pueda recibir presiones, ni siquiera sugerencias, del Presidente o de otros consejeros ejecutivos o dominicales, salvo en especiales condiciones que veremos a continuación. Todo ello en el buen entendido de que el Consejo, aunque actúe por la vía de la cooptación, debería actuar siempre, en caso de independientes, a instancias o propuesta del mencionado Comité.

Aunque es frecuente que los códigos de buen gobierno recojan esta recomendación relativa a la necesaria propuesta del Comité de Nombramientos en la elección de los consejeros independientes, no suelen aclarar cómo deben llegar las candidaturas a dicho Comité, lo que hace que esta primera fase —de capital importancia— pueda

⁽⁶³⁾ SPENCER STUART, *España 2004...*, *op. cit.*, p. 13, al tratar los criterios que el consultor maneja para medir la independencia del consejero independiente menciona que “*los criterios donde más se falla, que precisamente son los más importantes, son los referidos al sistema de elección de los Consejeros y al patrocinador de sus nombramientos. Apenas el 12% de los ciento ochenta y cinco consejeros calificados como independientes se han sometido a unos criterios de selección y, por tanto, su incorporación no se encuentra viciada. El 93% de los Consejeros independientes fueron nombrados a propuesta del Presidente Ejecutivo y/o de un accionista dominical*” (subrayado en el original).

⁽⁶⁴⁾ ARNOLD, M., “Board Members urged to speak out”, *Financial Times*, 12 de septiembre de 2003, p. 22, se refiere a la creación en Francia del Institut des Administrateurs (IFA), siguiendo el modelo inglés del Institute of Directors, para fomentar la independencia del Consejo frente a los gestores de las grandes compañías francesas y recoge, a su vez, la posición de escepticismo de C. Bebear (ex Presidente de AXA) manifestado en su obra *On va tuer le capitalisme*, extensible al concepto de consejero independiente; SCHOLASTIQUE, E., *Le devoir de diligence des administrateurs de sociétés: Droit français et anglais*, LGDJ, París, 1998, p. 355, sobre el programa de formación del Institute of Directors creado en 1903.

⁽⁶⁵⁾ Propugna, en primer lugar, *pluralismo* en cuanto a la extracción profesional de los independientes evitando las *consejerías cruzadas* y buscando *experiencias plurales, incluso procedentes de ámbitos ajenos al mundo de la empresa*; en segundo lugar, cuidar la ausencia de vínculos familiares, profesionales, comerciales u otros análogos con quienes desempeñan puestos ejecutivos; y, en tercer lugar, independencia de los candidatos respecto a los grupos accionariales de control que puedan influir en el equipo ejecutivo. Por el contrario, considera “muy deseable” la participación del consejero en el capital de la sociedad siempre que lo sea hasta un límite —de difícil delimitación— a partir del cual deje de ser un accionista ordinario para pasar a ser “significativo”.

adolecer *ab initio* de parcialidad o, al menos, de posibilidad de parcialidad, en la medida en que la fuente de la sugerencia radique en el ejecutivo de la sociedad.

A la hora de proponer un candidato al Consejo para su cooptación o sometimiento a Junta, la Comisión de Nombramientos debería proceder por mayoría expresada en una votación secreta, y si el candidato ha sido sugerido por el Presidente o los ejecutivos la decisión debería tomarse de la misma forma pero por unanimidad; de esta forma la negativa de alguno de sus miembros no tiene consecuencias en cuanto a la reacción que pudiera provocar en los proponentes⁽⁶⁶⁾.

Sería, a su vez, conveniente que, en función del número de consejeros independientes que se integran en el Consejo, los estatutos sociales o el reglamento del Consejo estableciesen unas mayorías cualificadas (o, si se quiere, unas minorías de bloqueo) que permitiesen a los consejeros independientes rechazar, en el seno del Consejo, aquellas propuestas de administradores que se planteen para ser considerados como independientes y en su opinión no lo son⁽⁶⁷⁾. Asimismo, debería establecerse, reglamentaria o estatutariamente, que determinadas decisiones del Consejo, como las que nos ocupan, se hicieran mediante emisión secreta del voto, de forma que los consejeros independientes no se vean sometidos a ningún tipo de presión psicológica o “miedo reverencial” ante las propuestas del Presidente y/o los ejecutivos.

De esta forma entendemos que el delicado proceso de selección y propuesta de candidatos para el puesto de consejero independiente de una sociedad cotizada reúne las suficientes condiciones de “asepsia” como para, *a priori*, poder considerar a los nominados ajenos a la natural tentación de quien domina el Consejo de contar con miembros “dóciles y complacientes” con las propuestas que se les sometan.

VII. LA REELEGIBILIDAD DEL CONSEJERO Y SU INDEPENDENCIA

No menos influyente que la selección en la independencia del consejero es la duración del cargo y, sobre todo, la posibilidad de reelección. La reelección del consejero al final de su mandato inicial depende, al margen de la intervención de la Comi-

(66) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 47, plantea el problema [“... puede sospecharse que esos grupos de control utilicen la cooptación para influir sobre la designación de aquéllos (independientes)”] y considera que el que la Junta pueda rechazar “la cualificación” de un consejero es una solución que plantea muchas dudas.

(67) En la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (art. 423.4) se establece que, en caso de cooptación de un miembro del Consejo que tenga la condición de independiente, deberá obtener el voto favorable de las dos terceras partes del Consejo. Ello hay que ponerlo en relación con su artículo 421.1, donde se dispone que el número de consejeros independientes no podrá ser inferior a la tercera parte del total de consejeros; el Informe OLIVENCIA (5.1) recomienda “instaurar procedimientos formales que propicien la transparencia y el escrutinio por parte de todos los miembros del Consejo de la selección de candidatos, atribuyendo un especial protagonismo a la Comisión de Nombramientos”.

sión de Nombramientos, primordialmente, de la decisión del Presidente ⁽⁶⁸⁾, hecho que en sí condiciona la actitud de cualquier consejero, y en particular la del independiente. SÁNCHEZ CALERO ⁽⁶⁹⁾ al referirse al consejero independiente plantea con realismo un aspecto complementario al que nos referimos y es que “*el paso del tiempo favorece el clima de familiaridad y estrechamiento de lazos personales con quienes deben ser supervisados...*”. De ahí que recomiende al respecto limitar a una sola vez la reelección de estos consejeros ⁽⁷⁰⁾, solución que, en nuestra opinión, mitiga el deslizamiento hacia la familiaridad pero no resuelve la dependencia del Presidente, aunque las posibilidades de reelección se limiten a una sola vez ⁽⁷¹⁾. Ni el Informe OLIVENCIA ni el ALDAMA fijan ninguna limitación significativa a la reelección de consejeros consagrada en el artículo 126 del TRLSA, mientras que el Código UNIFICADO (Rec. 28) indica “*que los consejeros independientes no permanezcan como tales durante un período superior a 12 años*” ⁽⁷²⁾, lo que representa un tímido reconocimiento de los riesgos mencionados, aunque muy alejado de la no reelegibilidad del administrador independiente.

Hay argumentos de peso a favor de la reelección de todos los consejeros basados en la igualdad de los administradores —concepto, como hemos visto, progresivamente relativizado— o en la pérdida de experiencia y aportación que puede suponer para una sociedad la salida del Consejo de una persona capacitada, dedicada y genuinamente independiente, máxime después de haber acumulado conocimientos sobre la filosofía de esa empresa, su funcionamiento y su mercado. También puede plantear problemas su sustitución por la dificultad de encontrar personas de similares características que puedan desarrollar su función con la misma eficiencia e independencia ⁽⁷³⁾. Los argumentos son significativos pero minusvaloran, precisamente, el aspecto referente a la independencia. Por todo ello somos partidarios de la búsqueda de fórmulas que minimicen los aspectos negativos pero que no afecten a la independencia del consejero.

⁽⁶⁸⁾ ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sistema de elección...”, *op. cit.*, p. 217.

⁽⁶⁹⁾ SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, *op. cit.*, p. 242.

⁽⁷⁰⁾ Del mismo autor, *Los administradores...*, *op. cit.*, p. 720; EGUIDAZU, S., “Independientes...”, *op. cit.*, se inclina por una “rotación” de los independientes para facilitar el mantenimiento de su actitud.

⁽⁷¹⁾ Si esta idea prosperara, estaríamos ante un nuevo factor de discriminación entre los diversos tipos de consejeros con impacto directo en la unidad del Consejo a la que nos hemos referido en el epígrafe anterior.

⁽⁷²⁾ El Informe HIGGS (3.4.1) considera que transcurridos diez años en el Consejo, el consejero independiente debe dejar de ser considerado como tal.

⁽⁷³⁾ El informe OLIVENCIA (5.4) valora la posibilidad de no reelección pero “*no considera oportuna una recomendación tan drástica*” en beneficio de aprovechar la experiencia acumulada del consejero independiente, sugiriendo medidas alternativas como la rotación interna de los independientes en las tareas de control, evitando que estén siempre adscritos a la misma Comisión de control, planteamiento que, a nuestro modo de ver, no ataja las posibles “perversidades” de la reelección del independiente.

Una fórmula conciliatoria de todos estos condicionantes, planteada *de lege ferenda*, sería establecer para los independientes un único mandato, sin posibilidad de reelección⁽⁷⁴⁾, de mayor duración que el límite de los seis años establecidos como tope máximo por el artículo 126 del TRLSA, recogiendo esta particularidad en los estatutos de la sociedad⁽⁷⁵⁾. Este plazo máximo podrá ser de siete a diez años. De esta forma, incluso el prestigio profesional del consejero quedaría intacto por la no renovación de su mandato⁽⁷⁶⁾.

Se han barajado fórmulas alternativas: limitar el número de renovaciones, competencia exclusiva del grupo de los consejeros independientes para renovar el cargo, período de vacancia entre dos renovaciones, no renovación automática, no revocabilidad *ad nutum* sino mediante justa causa (lo que implicaría una excepción al art. 131 del TRLSA),⁽⁷⁷⁾ etc. A nuestro juicio, todas ellas ofrecen algún tipo de ventaja (e inconveniente), pero no erradican los gérmenes que pueden afectar a la independencia del consejero. Tan sólo la no renovación del mandato del consejero independiente —aunque sea designado por un período más largo de tiempo— elimina cualquier sospecha de dependencia o falta de objetividad que la expectativa de renovación puede

(74) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 57, tras ponderar los pros y contras de la solución, se inclina por el nombramiento por un único mandato, aunque entiende que el plazo máximo de seis años resulta breve.

(75) A pesar de que la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España, haya eliminado esta posibilidad, pues si bien ha aumentado la duración máxima del mandato de los consejeros —salvo reelección— de cinco a seis años, también ha dejado claro (Disposición Final 1.ª, apdo. 4) que este plazo es igual para todos los consejeros.

(76) La Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (art. 424) se inclina por la no renovación, salvo los independientes nombrados por cooptación dentro de los dos años anteriores a la fecha de la reelección; MATEU DE ROS, R., *La Ley de Transparencia...*, *op. cit.*, p. 44, se inclina por la no reelección inmediata, fijando un plazo de dos años hasta que pueda producirse, solución que reduce pero no elimina las condicionantes sobre su independencia; el Informe CADBURY (4.14) utiliza la fórmula ambigua, que a su vez elude el problema de la independencia, de recomendar que “*la reelección no debería ser automática, sino una decisión del Consejo y del correspondiente consejero*”; la COMMISSION RECOMMENDATION *on strengthening...* (anexo 1.2) considera como un factor para valorar la independencia, no haber pertenecido al Consejo durante más de tres mandatos (*terms*) como consejero no ejecutivo; MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.T., “Admisibilidad de cláusula...”, *op. cit.*, analiza y defiende la posición de la DGRN al admitir el recurso interpuesto por BANKINTER para nombrar a sus consejeros independientes por un plazo de dos años, aspecto que, al margen de su legalidad, a que se refiere la autora, no vemos coherente con el planteamiento de independencia.

(77) Vid. SZAFRAN, D., “L’insertion en droit positif des codes de gouvernement d’entreprise”, en *Revue pratique des sociétés*, 2.º trimestre, 2005, Bruselas (editado en mayo de 2006), p. 154; el Código UNIFICADO, a su vez, recoge esta idea en su Recomendación 30, si bien es el Consejo, previo informe de la Comisión de Nombramientos, y no la Junta, quien deberá apreciar la existencia de la justa causa; WYMEERSCH, E. “Implementation of Corporate Governance Codes”, en AA.VV., HOPT, K.J., y otros (ed.), *Corporate Governance in Context, Corporations, States, and Markets in Europe, Japan and the US*, Oxford University Press, 2005, p. 407: “*The concept of independent directors is almost incompatible with a position of a board member who can be revoked ‘ad nutum’ by a controlling shareholder*”; FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, F., “Los Comités de Auditoría”, en *Revista Técnica del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España*, 1984, p. 30, propone un sistema de duración del cargo similar al de los auditores (3 años mínimo, 9 máximo e interregno de 3 años para la reelección).

plantear. A ello habría que añadir la exigencia de un período, relativamente largo, durante el cual el ex consejero independiente no pudiera recibir ningún “encargo remunerado” de la sociedad (consultor, asesor, árbitro, etc.) que pudieran dejar un cierto rastro de sospecha de que se trata de una forma de pago de los “servicios prestados como administrador social”, con posibles efectos respecto a su independencia en el pasado.

Hemos de destacar que algunas de las medidas preconizadas están fuertemente influidas por el hecho de que el Presidente acumule la condición de primer ejecutivo⁽⁷⁸⁾. Esta situación, tan frecuente en nuestras anónimas cotizadas, conlleva un riesgo permanente de conflicto de interés —agravado por su habitual condición de Presidente de la Junta— y supone una constante presión sobre los administradores para la aprobación de sus propuestas y, en definitiva, de su gestión⁽⁷⁹⁾. En estas circunstancias, el Presidente tiende a comportarse más como primer ejecutivo que como director del órgano que debe supervisar esas funciones, forzando la subordinación de la función supervisora a la de gestión, con las consecuencias que ello acarrea para esta última. En el supuesto de Presidente no ejecutivo (*chairman*) los “grados de libertad” y, por ende, de independencia en el seno del Consejo aumentan significativamente, llegando al máximo en el caso de que el Presidente sea, a su vez, un miembro independiente de éste. En estos casos, la no renovación del cargo de independientes podría dulcificarse con alternativas acordes con la condición del Presidente⁽⁸⁰⁾.

VIII. INDEPENDENCIA Y RETRIBUCIÓN

Siguiendo con las circunstancias condicionantes de la independencia del administrador conviene prestar atención, a su vez, a todo lo referente a la remuneración y

(78) Vid. Informe HIGGS, apdo. 5, “Role of the chairman”, pp. 23 ss., y los apartados A.2.1 y A.2.5 de su Anexo A, Parte I, *Principles of Good Governance*, donde se recomienda que los papeles de Chairman y CEO estén separados y tengan sus funciones claramente definidas. “*The chairman is responsible for leadership of the board, ensuring its effectiveness on all aspects of its role and setting its agenda...*”.

(79) Vid. SACRISTÁN REPRESA, M., “El Presidente del Consejo”, en AA.VV. (ESTEBAN VELASCO, G., coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999, p. 260.

(80) El Reglamento Tipo de la CNMV (art. 11.2) propugna que el Vicepresidente del Consejo sea designado por los consejeros independientes, asumiendo poderes para convocar al Consejo si el Presidente no atiende a su solicitud y para “actuar como coordinador de los consejeros independientes”, remitiéndoles información previamente recabada de la línea ejecutiva, convocándoles a reuniones exclusivas para los independientes para valorar los sistemas de gobierno de la compañía y hacerse eco de sus preocupaciones; esta sugerencia se recoge en el Informe OLIVENCIA (3.2) que, sin embargo, no considera oportuno establecer una directriz sobre la acumulación de los cargos de Presidente y primer ejecutivo. Igual reticencia ha evidenciado el Código UNIFICADO, en el que se suprimió esta propuesta que figuraba en su Proyecto.

compensación recibida en contraprestación de sus funciones⁽⁸¹⁾. Esta contraprestación habremos de entenderla tanto en su aspecto cuantitativo (absoluto o relativo) como cualitativo. Su capacidad de “doblegar y condicionar voluntades” es evidente y estará en función tanto de su monto absoluto como de la parte que suponga en el conjunto de ingresos y rentas del administrador⁽⁸²⁾. De ahí que lo fundamental sea no el establecimiento de límites que violarían de forma flagrante el principio de libre contratación, sino la práctica de una política de total transparencia que evidencie a nivel individual todas las percepciones y beneficios, cualquiera que sea su concepto y de forma separada, que cada administrador percibe por su función⁽⁸³⁾, tal como ha preconizado el reciente Código UNIFICADO (Rec. 40).

Resulta complicado establecer niveles absolutos o relativos por encima de los cuales la hipótesis de independencia es poco verosímil o, simplemente, irreal. En una aproximación analógica podríamos manejar los porcentajes que la Ley de Auditoría (art. 8) y el Reglamento de Auditoría [art. 37.b)] establecen como límite máximo que admite el concepto de “independencia del auditor” (que la participación no represente más de un 10% del patrimonio personal del accionista o socio auditor). Entendemos que una medida de este tenor podría suponer un notable avance en la evaluación objetiva de la independencia del consejero al considerar que un nivel superior al 10% de sus ingresos y rentas anuales declaradas es incompatible con su condición de independiente. Bien es cierto que una medida de este tenor podría provocar una discriminación respecto de los administradores con rentas personales más reducidas.

La independencia no suele considerarse incompatible con la condición de accionista, siempre que no sea accionista “significativo” (Informe OLIVENCIA, 5.2; Códigi-

(81) Vid. SÁNCHEZ-CALERO, J. y PUYOL, B., “La Recomendación Europea en materia de retribución de los administradores (Algunas reflexiones desde el ordenamiento español)”, en *RDBB*, n.º 96, octubre-diciembre de 2004. p. 192; SCHOLASTIQUE, E., *Le devoir de diligence...*, *op. cit.*, p. 371; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, pp. 86 ss., presenta un cuadro elaborado por el autor de remuneraciones de los consejeros independientes de las sociedades del IBEX-35.

(82) JUSTE MENCÍA, J., “Retribución de consejeros”, en AA.VV. (ESTEBAN VELASCO, G., coord.), *El gobierno...*, *op. cit.*, p. 527, plantea el problema en toda su sencillez: “*si esta figura (la del consejero independiente) se caracteriza por la ausencia de vínculos de toda índole con la sociedad y su equipo de gestión, es obvio que una inadecuada política de sus retribuciones puede dar al traste con esa independencia*”; el Informe OLIVENCIA considera que se trata de un “tema de capital importancia” y basa sus recomendaciones en la necesidad de tener en cuenta las condiciones del mercado, la canalización del proceso a través de la Comisión de Retribución, todo ello dentro del principio de moderación compatible con ofrecer un incentivo capaz de atraer a las personas más capacitadas; la COMMISSION RECOMMENDATION *on fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies*, del 6 de octubre de 2004, considerando 2, plantea que “*remuneration is one of the key areas where executive directors may have a conflict of interest and where due account should be taken of the interest of the shareholders*”; vid. TUSQUETS TRÍAS DE BES, F., *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Civitas, Madrid, 1998, p. 47; SÁNCHEZ-CALERO, J. y PUYOL, B., “La Recomendación Europea...”, *op. cit.*, p. 173, “*la retribución de los directivos se ha convertido en constante fuente generadora de conflictos de diverso alcance*”.

(83) Vid. SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, p. 60.

go UNIFICADO, III.5), si bien es un sentir bastante generalizado la improcedencia de que los consejeros independientes participen en programas de entregas de acciones⁽⁸⁴⁾, opciones sobre las acciones de la compañía y fórmulas similares (Informe CADBURY, 4.13 *in fine* y HAMPEL, 4.8)⁽⁸⁵⁾.

La Comisión Europea, en fecha de 6 de octubre de 2004 (aprobada el 14 de diciembre de 2004), ha adoptado unas recomendaciones (“*on fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies*”)⁽⁸⁶⁾ donde, siguiendo las pautas del Informe WINTER, encuadra de una manera rigurosa todo lo relativo a la remuneración de los consejeros tanto en su planteamiento de política retributiva general como en la explicitación completa de su aplicación a cada uno de los afectados⁽⁸⁷⁾.

Los principios generales de esta Recomendación, expuestos en forma sintética, son los siguientes:

- la remuneración de los consejeros es una de las áreas de mayor potencial de creación de conflictos de interés,
- la información a los accionistas es la base del sistema de compensación,
- la fijación de la forma, nivel y cuantía de la remuneración es función de la compañía,
- la política de compensación debe comunicarse a los accionistas; esta política debe someterse previamente a informe y decisión de la Junta General apareciendo como un punto separado del orden del día⁽⁸⁸⁾,
- la información de la aplicación de esta política se hará de forma completa (incluyendo todos los conceptos) e individualizada,
- los planes de suscripción de acciones u opciones sobre acciones deben ser aprobados previamente por la Junta General,
- el informe de remuneración (“*Remuneration Statement*”) deberá acompañar a las cuentas anuales y al informe de gestión y se incluirá en la página web de la compañía,

⁽⁸⁴⁾ *Ibid.* p. 63; son admisibles, sin embargo, las entregas de acciones en pago siempre que así se pactara con el administrador. En estos casos se suele exigir la tenencia de las acciones hasta el final de su mandato.

⁽⁸⁵⁾ El Informe GREENBURY (B.12), por el contrario, no matiza cuando propone que sean los accionistas quienes aprueben los planes de incentivos a largo plazo —*incluidos los planes de opciones de compra de acciones*— en los que vayan a participar los consejeros o altos ejecutivos.

⁽⁸⁶⁾ *Vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y PUYOL, B., “La Recomendación europea...”, *op. cit.*, p. 173, donde se comenta ampliamente el contenido y repercusiones de la Recomendación.

⁽⁸⁷⁾ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La retribución de los administradores...”, *op. cit.*, pp. 52 ss.

⁽⁸⁸⁾ El voto de la Junta puede ser vinculante o meramente orientativo. FERNÁNDEZ ARMESTO, J., “La reforma de las sociedades cotizadas en España”, en *La Ley*, 20 de octubre de 2004, pp. 3 y 4, considera que la fijación de la remuneración y condiciones al Presidente y a los otros ejecutivos es un acto de gestión que malamente puede partir de la Junta General de Accionistas.

— el sistema se extiende a quienes ostentan la máxima responsabilidad ejecutiva aunque no sean consejeros.

Lo que puede deducirse de este apretado esquema es que, además de no incluir de forma específica el tratamiento de los consejeros independientes, su fundamento estriba en un respeto total por la autonomía empresarial en la fijación de las condiciones de compensación unida a una política de total transparencia y activa participación de los socios, tanto *ex ante*, en la fijación de la política retributiva, como *ex post*, controlando su correcta aplicación⁽⁸⁹⁾.

Nuestro régimen legal sobre la materia se estructura alrededor de los artículos 130 y 200.12 del TRLSA, las disposiciones de la Ley de Transparencia y la Orden ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV. El mencionado artículo 130 del TRLSA establece la obligación de que la retribución de los administradores esté recogida en los estatutos⁽⁹⁰⁾, estableciendo una serie de requisitos relativos a reservas y dividendo cuando dicha retribución consista en una participación en las ganancias. Además, la Junta General deberá acordar la aplicación de la previsión estatutaria referente a la retribución mediante entrega de acciones u opciones sobre acciones, con especificación de sus características y cuantía⁽⁹¹⁾. La política de información de la remuneración de consejeros se recoge en el art. 200.12 del TRLSA al obligar a incorporar a la memoria anual el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio, así como las obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida. A su vez, el art. 116.4.b) de la LMV, introducido por la Ley de Transparencia y referido al Informe anual de gobierno corporativo, se refiere a “*la remuneración de sus miembros*” (del Consejo), sin que en ese artículo se haga mención a si la información en cuestión debe suministrarse en forma global o individualizada. La Orden ECO citada [art. primero.1.b)] resuelve que la información sobre remuneración al Consejo se hará de forma global, eso sí, incluyendo todos los conceptos “*devengados en el curso del ejercicio*”, así como obligaciones contraídas “*en materia de pensiones o de pagos de primas de seguros de vida*”, omitiendo las referencias a indemnizaciones derivadas de una terminación prematura del mandato. Como ya se ha mencionado, el Código

⁽⁸⁹⁾ SÁNCHEZ-CALERO, J. y PUYOL, B., “La Recomendación Europea...”, *op. cit.*, p. 213; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La retribución de los administradores...”, *op. cit.*, pp. 14 ss.

⁽⁹⁰⁾ SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores...*, *op. cit.*, p. 250, se inclina por que los estatutos lo que deben regular “*no es la cuantía de la retribución, sino su naturaleza y las normas precisas referente al procedimiento de determinación de dicha remuneración*”, refiriéndose además al art. 124.3 RRM donde se dice que la mención ha de ser del *sistema* de retribución si la tuvieren; POLO, E., “Los administradores y el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima (arts. 123-143 de la Ley de Sociedades Anónimas)”, en AA.VV. (URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VI, Civitas, Madrid, 1992, p. 193, se manifiesta en parecidos términos, dejando claro que se refiere al “sistema de retribución” siempre que exista, pues el cargo puede ser gratuito.

⁽⁹¹⁾ FERNÁNDEZ ARMESTO, J., “La reforma de las sociedades...”, *op. cit.*, p. 3, critica, con justa causa, que la reforma legal no haya abordado el importante tema de los procedimientos de aprobación y control de las remuneraciones de los administradores.

UNIFICADO ha ido más lejos recomendando que la memoria detalle individualmente las percepciones de los consejeros incluyendo y detallando todos los conceptos de devengo.

Para resumir nuestra posición en cuanto a la remuneración de los consejeros independientes nos parece indicado partir de la base aplicable al conjunto de los consejeros, expresada en la Recomendación de la Comisión Europea (que deberá incorporarse a nuestra legislación antes del 30 de junio de 2006), que hemos resumido más arriba, añadiéndole algunas consideraciones adicionales y siempre dentro del triángulo de referencia general “sobriedad-atractivo-transparencia”⁽⁹²⁾.

En lo que respecta a las referencias del sector (pares) o de compañías de similar tamaño o facturación, siendo un indicador, no debe exagerarse su influencia. En nuestra experiencia personal hemos podido constatar cómo estas referencias se entienden siempre de forma sesgada y producen una espiral de inflación remuneratoria artificial y, en ocasiones, carente de justificación. A la dificultad de obtener datos homologables que permitan la comparación se une la actitud general de compararse con la “parte alta de la horquilla”, obviando las diferencias y matices de todo tipo que la comparación exige y la tendencia a igualarse únicamente en aquellos aspectos del conjunto de la retribución en la que se comparan negativamente (asimetría).

El sistema de remuneración a los consejeros debe partir del Comité de Remuneración y debe tener en cuenta los distintos grados de aportación, dedicación y responsabilidad de los administradores.

No consideramos adecuado que los administradores participen en planes de entrega de acciones o de opciones sobre acciones por los riesgos que conlleva para la independencia de todo consejero vincularse a la cotización del valor en bolsa a la búsqueda de beneficios personales⁽⁹³⁾. Otra cosa muy distinta es que el administrador, incluso el independiente, pueda ser accionista o que las dietas o remuneraciones del Consejo se paguen en acciones de la compañía con compromiso de mantenimiento en la cartera por plazos determinados o durante el ejercicio de su función.

Por último, la remuneración total del consejero independiente debe estar sometida a límites absolutos, relativos o fórmulas combinadas que, junto con la no renovación de su cargo, hagan verosímil la presunción de independencia.

IX. REVOCABILIDAD

En el plano puramente legal, la Junta General puede revocar *ad nutum* a cualquier administrador en función del poder de separación que le otorga el artículo 131 del

⁽⁹²⁾ BELCREDI, M., “Amministratori indipendenti...”, *op. cit.*, p. 856, considera que “*gli amministratori indipendenti, non avendo interessi propri da portare, sono facilmente ‘catturabili’ da parte del management tramite la concessione di adeguati benefici...*”.

⁽⁹³⁾ *Vid.* FERNÁNDEZ ARMESTO, J., “La reforma de las sociedades...”, *op. cit.*, donde menciona el “*interés desmesurado por incrementar el valor de la acción*” que lleva, incluso, a manipular las cuentas para evitar la caída de su cotización.

TRLSA. Sin embargo, en la práctica de nuestras sociedades es el Presidente del Consejo o los administradores ejecutivos los que proponen a la Junta la separación de determinados consejeros, siendo el papel de ésta de mera ratificación formal de esa propuesta de separación, mucho más formal en la medida en que existan accionistas que la controlan o los consejeros ejecutivos (incluido el Presidente) hayan recibido delegaciones de voto que les permita el dominio de la Junta.

De este régimen de revocación se deriva el riesgo de que los administradores independientes, a él sometidos, puedan perder notables grados de libertad e independencia en su actuación, a pesar de reunir condiciones idóneas para el cargo y de haber sido escogidos y nombrados con los procedimientos comentados más arriba. La revocabilidad *ad nutum* que *de facto* pueden ejercer el Presidente o los administradores ejecutivos sobre los consejeros independientes, y que a buen seguro ratificará la Junta General, se traduce en la posibilidad de separar a los consejeros “demasiado independientes” o “incómodos” para los gestores, lo que, al menos en teoría, se aviene mal con el comportamiento esperado de este grupo de consejeros. La no reelegibilidad del consejero independiente, que serviría para inmunizar contra la complacencia del consejero independiente frente a determinadas propuestas del ejecutivo en vista de una posible reelección, puede resultar inoperante si percibe que su independencia en el Consejo o en las Comisiones supone un riesgo de separación, sin ni siquiera llegar al término de su mandato.

Por todo ello, si de verdad se quiere preservar el carácter independiente del consejero y eliminar factores que directa o indirectamente puedan afectar a su autonomía de criterio, habría que inclinarse, como lo hace el Código Unificado en su recomendación 31⁽⁹⁴⁾, por la exigencia de justa causa en la separación de estos administradores antes del vencimiento de su mandato, en la misma línea que lo que ocurre con los auditores externos de la firma. Las propuestas del Consejo a la Junta General para revocar su mandato como administrador independiente deberían estar debidamente justificadas. En muchos casos, la decisión de la Junta, virtualmente “controlada” por los ejecutivos, se limitará a ratificar la propuesta sin más, pero, al menos, exigirá explicaciones suficientes y, en última instancia, permitirá al administrador indebidamente separado exigir a la sociedad determinadas indemnizaciones si los tribunales no encontrasen justa la causa de separación.

El primer motivo de separación del administrador independiente sería la pérdida de su independencia, la cual puede producirse por circunstancias objetivas sobrevenidas durante el ejercicio de su mandato (parentesco, relaciones de negocios o servicios con el grupo, devenir accionista significativo, etc.) o por la apreciación (valoración) de la Comisión de Nombramientos de que su comportamiento profesional no se conduce de manera independiente. Esta valoración de la Comisión de nombramientos, de gran dificultad y trascendencia, tendrá mayor credibilidad en la medida en que, como es

(94) Vid. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Estatuto de los administradores (Selección, nombramiento y cese de consejeros. Información y dedicación de los consejeros) (Recomendaciones 23 a 34)”, en *RdS*, n.º 27, 2007, p. 129.

habitual, en su seno no estén presentes los consejeros ejecutivos o esté compuesta exclusivamente por independientes, lo que evitará la introducción de elementos indeseados en su valoración.

Ni que decir tiene que los supuestos especiales de separación recogidos en el artículo 132 del TRLSA (prohibiciones del artículo 124 del TRLSA o incompatibilidades por ser administradores de una sociedad competidora o por tener intereses opuestos al de la sociedad) serán de plena aplicación a los consejeros independientes con las responsabilidades que la ley contempla en estos casos. En caso de responsabilidad por daños del artículo 133 del TRLSA sólo jugaría la justa causa de separación o revocación si esta no se hubiera producido de forma automática tal como prevé el artículo 234.2 del TRLSA caso de promover o transigir la acción social de responsabilidad⁽⁹⁵⁾.

No nos parece justa causa el hecho de que determinado o determinados accionistas accedan a una situación de control de la sociedad, bien mediante adquisición de acciones, bien por pactos de sindicación, o ambos, pues a pesar de su control de la Junta General, la presencia de minoritarios justificaría más que nunca la permanencia de los independientes. Otra cosa muy distinta sería que se hubiese llegado a esa situación mediante fusión de dos o más sociedades y en los acuerdos de fusión se hubiese pactado la dimisión de los Consejos o una estructura determinada del Consejo de la sociedad resultante que implique la baja de algún independiente, pues se trataría de dimisiones voluntariamente aceptadas.

Cabe pensar que los estatutos sociales y el reglamento del Consejo contengan exigencias para ser administrador de la sociedad, así como causas de separación del Consejo que serán de aplicación a todos los administradores con independencia de su condición. Sin embargo, a la hora de valorar la justa causa de separación de los consejeros independientes habrá que estar muy atento a que la vía estatutaria o la reglamentaria, a las que la ley confiere amplia autonomía, no introduzcan justificaciones de revocación que disfracen la posibilidad de revocación *ad nutum* de los consejeros independientes.

X. CONCLUSIONES

Como colofón, podemos decir que nos encontramos ante una figura, la del consejero independiente, que, siendo ajena de momento al sistema legislativo, ha devenido en una pieza clave para el buen gobierno de las sociedades cotizadas⁽⁹⁶⁾, a pesar de que

⁽⁹⁵⁾ *Ibid.*, *op. loc. cit.*

⁽⁹⁶⁾ OLIVENCIA, M., “Managers’ Revolution...”, *op. cit.*, p. 2192, al referirse al impacto de esta figura anglosajona, afirma que “*estamos en presencia de una nueva etapa de las relaciones de poder en el seno de las sociedades anónimas. Los Consejeros independientes contrabalancean el peso de los ejecutivos, hasta lograr un nuevo sistema de equilibrio. [...] la excesiva concentración de poder de los managers se definió como una ‘revolución’ [...] superada la era de los ‘organizadores’, nos hallamos ahora ante una ‘contrarrevolución’ de la que nace una nueva fórmula de equilibrio*”.

su materialización sea sumamente compleja y, con frecuencia, se centre más en la forma que en la sustancia⁽⁹⁷⁾.

La base de esta figura está en las *actitudes* a la hora de emitir juicio y/o voto en el seno del Consejo. La presencia de un Presidente ejecutivo es un evidente factor de presión sobre el consejero (salvo si la emisión de votos se hace de forma secreta, cosa poco probable) y será mayor si su renovación en el cargo o su separación del mismo está en juego. Por ello, además de cuestionarnos la figura del Presidente ejecutivo, entendemos que el consejero independiente no debe ser reelegible y debe estar sometido a unos procedimientos singulares de selección, funcionamiento y remuneración, así como a un sistema de revocación por justa causa, que permitan pensar que en su comportamiento va a aplicar las pautas de profesionalidad e independencia previstas. El consejero independiente deberá dedicar el tiempo que requiera su misión en el Consejo y las Comisiones, por lo que se podría establecer un número máximo de consejos a los que pertenezca.

Con todo ello hemos de dejar claro, una vez más, que no se puede asegurar un comportamiento independiente del administrador, comportamiento que, por otra parte, resulta sumamente complicado de evaluar. A lo más a que se puede llegar con la normativa, del tipo que sea, es a fijar las bases de presunción de independencia, sin que su cumplimiento garantice actitudes independientes en todo caso.

Finalmente, no podemos dejar de evidenciar la cuestión de fondo que esta figura “parajurídica” plantea ya en nuestro Derecho. Se trata de saber si nos encontramos ante un Consejo de Administración único y homogéneo, o bien nos acercamos a un conglomerado compuesto de administradores de varias clases o categorías⁽⁹⁸⁾. Se trata de saber si la existencia de consejeros independientes en los consejos de administración, no reconocidos directamente por nuestro ordenamiento legal, ha de tener un respaldo legal que justifique y defina las características de esta figura (nombramiento, funciones, duración, responsabilidad, etc.) que están configuradas en el *soft law* o principios del Gobierno Corporativo —como ya reclama una parte de la doctrina—⁽⁹⁹⁾ o se ha de mantener esta esquizofrenia reguladora con una institución de tanta trascendencia.

(97) COMMISSION RECOMMENDATION *on fostering...*, *op. cit.*, anexo 1.2: “... it is widely understood that assessment of the independence of any particular director should be based on the substance rather than the form”.

(98) *Vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los Consejeros Independientes...”, *op. cit.*, pp. 42 ss.

(99) ALONSO UREBA, A., “Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los artículos 133.3 (responsabilidad de administradores) y 141.1 (autoorganización del consejo) del TRLSA”, en *RDBB*, n.º 25, 2005-2, pp. 19-69, *passim*, referido principalmente a aspectos de responsabilidad de los administradores; ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sistema de elección de consejeros...”, *op. cit.*, pp. 232 y 233, donde se indica que “Ello sólo será posible a partir de una modificación del régimen legal mediante delimitación de diferentes posiciones jurídicas de miembros del órgano de administración (distintos ‘Estatutos del Consejero’)...”.

No parece que deba rechazarse una realidad como la del consejero independiente por su falta de regulación legal y cuya paternidad radica en las recomendaciones de los códigos de buen gobierno. La propia ley la regula en forma indirecta —a través del Informe Anual de Gobierno Corporativo—, no se presenta como algo contradictorio de la unidad del Consejo y puede tener cabida en el principio de autorregulación del artículo 141 del TRLSA. Otra cosa es que en futuras y deseables reformas legales se tenga en cuenta su configuración, con todas sus consecuencias, tal como ha hecho la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (PCSM) en sus artículos 421 y siguientes.

LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES Y EL CONTROL DE LAS CONCENTRACIONES ECONÓMICAS ⁽¹⁾

NEMESIO VARA DE PAZ

*Prof. Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

RESUMEN

Las concentraciones económicas vinculadas a una oferta pública de adquisición de valores se regulan tanto en la normativa sobre concentraciones económicas como en la que regula las ofertas públicas de adquisición de valores. En el trabajo se estudian las ofertas no condicionadas a la aprobación de las autoridades de defensa de la competencia, distinguiendo según que la operación de concentración económica tenga una dimensión comunitaria o nacional. A continuación se analizan las ofertas condicionadas a la aprobación de las autoridades de defensa de la competencia o de otros organismos supervisores. Finalmente nos referimos a las particularidades en materia de ofertas competidoras y a la remisión de expedientes entre las autoridades comunitarias y nacionales.

Palabras clave: *Concentración económica. Oferta pública de adquisición de valores. Autoridad de defensa de la competencia. Organismos supervisores. Ofertas competidoras.*

ABSTRACT

The economic concentrations linked to a takeover bid securities are regulated in the legislation on economic concentrations as well as in the takeover bids securities regulation. This study addresses bids not conditioned to the antitrust authorities approval, distinguishing whether the concentration has Community dimension or national. Then we analyze those offers conditioned to the antitrust authorities or other supervisory bodies approval. Finally we refer those specialities on competing takeover bids and the transfer of files between Community and national authorities.

Key words: *Economic concentration. Takeover bids. Antitrust authorities. Supervisory bodies. Competing bids.*

(1) Este trabajo tiene su origen en la Comunicación presentada al V Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil, celebrado los días 15, 16 y 17 de octubre en la *Law School* de la Universidad de Harvard con el título *Comparative experiences on listed companies Law* ("Experiencias comparadas en el derecho de las sociedades cotizadas").

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. DERECHO COMUNITARIO.
- III. DERECHO COMPARADO.
- IV. SÍNTESIS VALORATIVA DEL DERECHO COMUNITARIO Y COMPARADO.
- V. LA APLICACIÓN DEL RÉGIMEN DE CONCENTRACIONES ECONÓMICAS A LAS OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES.
 - 1. Concentración económica de dimensión comunitaria vinculada a una oferta pública de adquisición de valores.**
 - A) Introducción.
 - B) Notificación a la Comisión.
 - C) Decisión de la Comisión.
 - D) Los plazos del procedimiento de concentración económica y los plazos del procedimiento de la oferta pública de adquisición de valores.
 - 2. Concentración económica de ámbito nacional vinculada a una oferta pública de adquisición de valores.**
 - A) Introducción.
 - B) Notificación de la concentración a la Comisión Nacional de la Competencia.
 - C) Decisión de las Autoridades de Defensa de la Competencia.
 - D) Los plazos del procedimiento de concentración económica y los plazos del procedimiento de la oferta pública de adquisición de valores.
- VI. OFERTAS CONDICIONADAS A LA CORRESPONDIENTE AUTORIZACIÓN O NO OPOSICIÓN DE LAS AUTORIDADES DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA.
 - 1. Introducción.**
 - 2. La oferta tiene plenos efectos.**
 - 3. Desistimiento de la oferta.**
 - A) Desistimiento obligatorio de la oferta.
 - B) Desistimiento voluntario de la oferta.
- VII. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE VALORES Y LA AUTORIZACIÓN, NO OPOSICIÓN O NOTIFICACIÓN DE LA OPERACIÓN A OTROS ORGANISMOS SUPERVISORES.
- VIII. SUPUESTOS ESPECIALES.

1. **OPAs competidoras: concurrencia de OPAs sometidas y no sometidas al deber de notificación y condicionadas o no condicionadas.**
2. **Remisión del expediente por las autoridades comunitarias a nuestras autoridades de control y viceversa.**
 - A) La remisión de una operación de concentración de dimensión comunitaria por parte de la Comisión a nuestro país.
 - B) La remisión de una operación de concentración de dimensión nacional por parte de las autoridades de un Estado miembro a la Comisión.
 - C) Desaparición de la grave problemática jurídica que originaba la remisión de los expedientes de concentración vinculados a una oferta pública de adquisición de valores.

I. INTRODUCCIÓN

En este trabajo se analizan las especialidades que presentan las operaciones de concentración económica vinculadas a una oferta pública de adquisición de valores. La labor no es nada fácil si tenemos en cuenta que, en principio, tenemos que coordinar bloques normativos diferentes, a saber, la normativa que regula las concentraciones económicas, dentro del régimen de defensa de la competencia, y la normativa que regula las ofertas públicas de adquisición de valores, dentro del régimen del mercado de valores. En ocasiones no sólo hay que contar con bloques normativos distintos, sino también con ordenamientos diferentes. Esto sucede, por ejemplo, cuando la oferta pública de adquisición de valores tiene detrás una operación de concentración de dimensión comunitaria, ya que en este caso, además del régimen del mercado de valores nacional en materia de opas, habrá que tener en cuenta el régimen comunitario que regula las concentraciones económicas.

Las dificultades de tratamiento aumentan si tenemos en cuenta que en esta materia ha habido cambios legislativos muy frecuentes que quizás han impedido que se consolidara una doctrina que ofreciera una explicación entendible de la coordinación entre esos dos conjuntos de normas.

La normativa de defensa de la competencia se aplica aquí, pues, cuando hay una operación de concentración económica ligada a una oferta pública de adquisición de valores. Lo anterior significa que hemos de dejar de lado las ofertas públicas de adquisición de valores que no supongan, por sí solas o como consecuencia de una operación de concentración previa, una operación de concentración económica según el régimen de defensa de la competencia. Sólo nos interesan las opas a las que se aplique el régimen de control de concentraciones de la normativa sobre defensa de la competencia, bien porque la opa sea la causa de la operación de concentración económica, desde el punto de vista de la regulación de defensa de la competencia (opa *a priori*) o bien porque la opa se formula después de que esa concentración económica haya tenido lugar (opa *a posteriori*) y esté pendiente la decisión sobre concentración de las Autoridades de defensa de la competencia.

Por ello, en principio, sólo hemos de tener en cuenta el concepto de control de la operación de concentración que nos ofrece el régimen de defensa de la competencia y no el concepto de control que derive de un sector normativo distinto, como pudiera ser el que provenga del régimen regulador de las ofertas públicas de adquisición de valores (control societario). Otra cosa es que, a veces, se haya abogado, no sé muy bien con qué fines, por coordinar el criterio para determinar la obligación de formular una opa (control societario) con el concepto de control que establece la normativa nacional sobre control de concentraciones. Para nuestros objetivos, lo anterior no nos serviría de mucho, pues nos es indiferente que la opa sea obligatoria o voluntaria siempre que dé lugar a una operación de concentración según el régimen de defensa de la competencia, si bien hay que conceder que, por los requisitos que se exigen, cuando la opa sea obligatoria hay muchas más posibilidades de que se dé el supuesto de hecho que a nosotros ahora nos preocupa ⁽²⁾.

(2) Son ofertas públicas de adquisición de valores de carácter obligatorio aquellas que se lanzan cuando se ha alcanzado el control de una sociedad cotizada como consecuencia de que se alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% o bien cuando se haya alcanzado una participación inferior y se designe un número de consejeros que, unidos en su caso a los que ya se hubieren designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad, si bien la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente de la obligación de formular la oferta pública de adquisición cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta (art. 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores —en adelante RD OPAS—). Además de los supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control del art. 8 del RD OPAS, según el art. 61 de la LMV, de acuerdo con la nueva redacción dada por el art. 8 de la Ley 6/2007, de 12 de abril, sobre la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y la transparencia de los emisores, la oferta obligatoria no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos exigidos. En desarrollo de lo dispuesto anteriormente, el art. 8.f) del RD OPAS señala: “No será obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición en los supuestos siguientes: f) Cuando el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9; o bien, que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta”. Tampoco sería necesario formular una oferta obligatoria cuando el oferente ya ostentaba previamente una participación de control, según lo dispuesto en el art. 13.4 del RD OPAS.

Las ofertas públicas de adquisición obligatorias no sólo son exigibles cuando se alcance directamente el control societario, sino también cuando se produzca una toma de control indirecta o sobrevenida a través de otra sociedad, una oferta pública de adquisición por reducción de capital o una oferta para excluir de negociación las acciones en los mercados secundarios oficiales españoles (art. 60.1 y 2 de la LMV, según la nueva redacción dada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, sobre reforma del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores). En relación a la oferta obligatoria cuando se alcanza el control societario, vid. también, principalmente, los arts. 2 a 8 y 10 a 13 del RD OPAS.

Es obvio que todas estas ofertas obligatorias, sólo pueden ser objeto de nuestra atención, como ya hemos indicado, cuando a través de ellas se produce una operación de concentración económica según el régimen de defensa de la competencia o cuando vienen precedidas de una operación de concentración económica aún no dictaminada por las autoridades de defensa de la competencia.

En este capítulo introductorio debemos también advertir que las ofertas públicas de adquisición de valores no solamente se relacionan con el régimen de defensa de la competencia a través del régimen de control de concentraciones, supuesto que será el objeto de nuestra atención, pues, como se ha señalado, la opa es en sí misma un instrumento concurrencial⁽³⁾. A nosotros no nos interesa ahora este aspecto en toda su amplitud sino sólo una de sus vertientes, aquélla en que la opa o las operaciones de concentración económica previas, pendientes de dictaminar por las autoridades de defensa de la competencia, se someten, como cualquier otra operación de concentración económica, al procedimiento del control de las concentraciones económicas del régimen regulador de defensa de la competencia. En esta normativa se tienen en cuenta las distintas vías a través de las cuales se puede realizar una operación de concentración económica y se establecen, en ocasiones, reglas especiales para cuando la operación de concentración se realiza a través de una oferta pública de adquisición de valores, normas que se han de completar, en su caso, con las que en el ámbito del mercado de valores, dentro del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, tratan de coordinar la normativa sobre opas con la normativa que, dentro del régimen de defensa de la competencia, regula el control de las concentraciones económicas. En definitiva, no se establece un procedimiento especial para regular la concentración económica vinculada a una opa, sino procedimientos generales sobre concentraciones económicas, donde, en ocasiones, se regulan algunas especialidades en materia de opa, que se deben completar, en su caso, con las que específicamente se contienen en el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Con objeto de ordenar la exposición, después de hacer una simple mención a la Directiva comunitaria sobre opas y de dar unas pinceladas muy generales sobre el Derecho comparado, nos referimos a la normativa española que con carácter más general coordina el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores con el régimen sobre concentraciones económicas, contenida en el RD OPAS. A continuación se estudian las ofertas no condicionadas a la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia, distinguiendo según que la concentración económica que está detrás de la opa tenga una dimensión comunitaria, en cuyo caso se aplicará la normativa comunitaria sobre concentraciones económicas, o según que la concentración económica tenga una dimensión nacional, en cuyo caso será de aplicación la normativa española en materia de concentraciones económicas.

(3) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Ofertas públicas de adquisición y defensa de la competencia", en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Tirant lo blanch, Valencia, 1995, pp. 3373 y ss. Dice este autor que hablar de opas y defensa de la competencia tiene bastante de pleonasma y resulta parcialmente redundante y algo reiterativo, porque "la OPA es por naturaleza, y ante todo, un mecanismo esencialmente concurrencial. Tan es así que inclusive sus males, si se prefiere, sus perversiones, como sucede con todas las manifestaciones competitivas, se producen precisamente por los excesos en la lucha, en la carrera entre concurrentes, que esos procedimientos posibilitan". En definitiva, señala este autor, la opa es un medio de defender la competencia en la adquisición de esa "mercancía especialísima", de ese "bien precioso" que es el control societario ("corporate control"), "máxime si se recuerda la posibilidad de ofertas competidoras que mejoran las condiciones de la primera OPA", si bien las medidas anti-OPA pueden considerarse como "excesos competitivos" que, entendemos, pueden, a su vez, limitar la competencia.

Posteriormente nos referimos a las ofertas de adquisición de valores condicionadas a la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia. A éstas se les aplica la normativa que específicamente las regula en el RD de OPAS y, en su caso, como normativa de cierre, la normativa anterior en materia de control de concentraciones, ya sea comunitaria o nacional.

Con carácter general, también se aborda la problemática que plantea el caso en que la oferta pública de adquisición de valores requiere la autorización, no oposición o notificación de la operación a otros organismos distintos de los que supervisan el control de concentraciones.

Finalmente nos referimos a algunos supuestos especiales. Dentro de los cuales, en primer lugar, a las opas competidoras, abordando la concurrencia de opas sometidas y no sometidas al deber de notificación y condicionadas o no condicionadas. En segundo lugar, estudiamos la problemática que, sobre todo con la regulación anterior, se planteaba cuando se produce la remisión del expediente por las autoridades comunitarias a nuestras autoridades de control y viceversa.

II. DERECHO COMUNITARIO

En el Derecho comunitario la coordinación entre ofertas públicas de adquisición de valores y concentraciones económicas se realiza en la normativa que regula las concentraciones económicas de dimensión comunitaria y no en la normativa que regula, dentro del mercado de valores, las ofertas públicas de adquisición.

La normativa comunitaria que regula las ofertas públicas de adquisición es la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición. Aquí, en principio, no se contiene ninguna norma de coordinación entre ambas disciplinas, esto es, entre el régimen de defensa de la competencia sobre control de concentraciones y el régimen del mercado de valores sobre ofertas públicas de adquisición de valores.

En la Propuesta de Decimotercera Directiva del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, presentada por la Comisión el 19 de enero de 1989, el art. 13 sí que establecía los casos en que la oferta una vez publicada podía ser retirada. Pues bien, el art. 13.1.d) señalaba que, una vez publicada la oferta, podría retirarse “*cuando no exista la autorización judicial o administrativa requerida para la adquisición de los títulos objeto de la oferta y, en particular, cuando las autoridades encargadas de velar por la libre competencia no autoricen la operación*”⁽⁴⁾.

(4) Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “OPAS, concentraciones empresariales y defensa de la competencia”, *RDBB*, 35, 1989, p. 660. Entendemos que en base a esta propuesta la oferta podía condicionarse a la obtención del *placet* de las autoridades de defensa de la competencia en base a su artículo 10.i), donde se señalaba que el oferente debería elaborar un folleto explicativo de la oferta donde se contuviera, entre otras indicaciones “*toda condición, aceptada por la autoridad supervisora competente, de la que el oferente haga depender la oferta*” y el incumplimiento de esta condición facultaría para retirar la oferta, además, en base al art. 13.1.e), donde se señalaba que la oferta podría retirarse “*cuando no se cumpla una de las condiciones de la oferta aceptada por la autoridad supervisora competente y mencionada en el folleto de oferta con arreglo a lo dispuesto en la letra i) del apartado 1 del artículo 10*”.

Se seguía manteniendo expresamente algún tipo de coordinación entre ambos bloques normativos en la Propuesta modificada de Decimotercera Directiva del Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición, presentada por la Comisión el 14 de septiembre de 1990. Aunque presentaba algunas otras modificaciones, se mantuvo el art. 13.1.d) prácticamente con el mismo contenido que tenía en la anterior propuesta. Este precepto señalaba que una vez publicada la oferta podía ser retirada o declarada nula “*cuando se deniegue o no exista la autorización judicial o administrativa requerida para la adquisición de las acciones objeto de la oferta y, en particular, cuando las autoridades encargadas de velar por la libre competencia no autoricen la operación*”⁽⁵⁾.

Las modificaciones posteriores realizadas en la Propuesta de Decimotercera Directiva ya omitieron cualquier coordinación expresa entre ambos bloques normativos, y esta es la solución que finalmente acoge la Directiva 2004/25/CE⁽⁶⁾.

⁽⁵⁾ VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le controle des operations de concentration entre entreprises et les offres publiques d’acquisition”, *Cah. dr. Eur.* 1991, pp. 293 y 294. Este autor hace referencia al nuevo art. 10.1.i) bis de la propuesta modificada que no constaba en la anterior propuesta, que señalaba que en el folleto de la oferta debían contenerse “*los supuestos en los que la oferta puede ser retirada o declarada nula de conformidad con el artículo 13*”.

Refiriéndose a las concentraciones económicas de dimensión comunitaria, en ese momento reguladas por el Reglamento (CEE) núm. 4064/1989 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, se preguntaba el autor si en base a la propuesta de Directiva, la oferta podía retirarse desde el mismo momento en que la Comisión no decide favorablemente en base al art. 6.1.a) y b) del Reglamento de concentraciones (se refieren esas letras a que la Comisión decida que la operación de concentración no entra en el ámbito de aplicación del Reglamento y a la decisión de no oponerse a la misma) o si era necesario esperar a que se iniciase el procedimiento en base al art. 6.1.c) de dicho Reglamento (la Comisión decide incoar el procedimiento porque plantea serias dudas sobre su compatibilidad con el mercado común) y hubiese una decisión formal de incompatibilidad de la operación con el mercado común, conforme al art. 8 de tal Reglamento. Según el autor, en base a la redacción del art. 13.1.d) que hacía referencia a una ausencia de autorización y no solamente a una denegación, el oferente podía elegir referirse preferentemente a una declaración de incompatibilidad dada en virtud del art. 8 del Reglamento de concentraciones, siempre que esta fórmula fuera compatible con los plazos de la oferta, lo que le parecía prácticamente imposible, sin duda, porque el autor pensaba que esa declaración de incompatibilidad se produciría una vez liquidada la oferta, lo que dejaba sin sentido la posibilidad de retirada de la oferta, ya que, decía el autor, la retirada no puede tener lugar cuando la oferta ha llegado a ser irrevocable como consecuencia de su expiración (“*clôture*”). A partir de ese momento hay un breve plazo para las medidas de ejecución que no pueden dejar subsistir medidas de incertidumbre sobre la suerte de la oferta. En cualquier caso, para evitar cualquier tipo de incertidumbre, el autor consideraba indispensable que una cláusula figurase en las condiciones de la oferta para que el oferente pudiese retirar su oferta y que esa cláusula precisase claramente qué circunstancias autorizaban a ello.

⁽⁶⁾ Si bien la coordinación entre ambos bloques de normas podría producirse en base al art. 16.3.h) de la Directiva, donde se señala que el folleto de la oferta contendrá “*todas las condiciones a las que esté sujeta la oferta*”.

De las discusiones que se produjeron tendentes a coordinar en la Directiva el régimen de las ofertas públicas y el de concentraciones económicas nos informa SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, cit., pp. 3380, 3383 y 3384. Señala que el Grupo de Cuestiones Económicas de la República Federal de Alemania, en las sesiones del 28 y 29 de septiembre de 1989, intentó incorporar al texto de la Propuesta de Directiva de Opas dos nuevas normas de coordinación. La primera para no permitir la presentación de la opa sin la autorización de los organismos antimonopolísticos, siempre que esta última resultara necesaria para admitir la concentración empresarial, o sin la manifestación de la autoridad

Sí se produce la coordinación entre ambos procedimientos en el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (“Reglamento comunitario de concentraciones”) y en el Reglamento (CE) n.º 802/2004 de la Comisión, de 21 de abril de 2004, por el que se aplica el Reglamento anterior. Por razones de sistema en la exposición del trabajo, ambos serán examinados detenidamente más adelante. Ahora destacamos lo más reseñable, dentro de un marco general de encuadramiento. Se debe realizar la notificación con carácter previo, antes de la ejecución de la concentración, en cuanto se haya anunciado la oferta pública de adquisición, si bien también es posible proceder a una notificación cuando las empresas afectadas hayan anunciado públicamente su intención de presentar la oferta⁽⁷⁾.

La notificación, salvo dispensa de la Comisión, tiene, con carácter general, un efecto suspensivo de la operación de concentración, en cuanto que no podrá ejecutarse antes de ser notificada ni hasta que haya sido declarada compatible con el mercado común⁽⁸⁾.

Sin embargo, esta suspensión, aplicable con carácter general, no rige en las operaciones de concentración realizadas mediante ofertas públicas de adquisición de valores, siempre que la concentración sea notificada sin demora a la Comisión y el comprador no ejerza los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión o sólo los ejerza para salvaguardar el valor íntegro de su inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión⁽⁹⁾. Si después de realizada la operación es declarada incompatible con el mercado común, se puede proceder, como analizaremos más detenidamente con posterioridad, a la desconcentración de la operación.

III. DERECHO COMPARADO

La exposición que sigue sobre el Derecho comparado no es completa. Se refiere sólo a algunos ordenamientos y, dentro de ellos, a aquellas cuestiones que nos han parecido más relevantes en relación con nuestra línea expositiva.

antimonopolística de que no es preciso adoptar ninguna medida al respecto. La segunda para señalar que si la OPA se hallaba ya pendiente de la autorización antimonopolística, la autoridad de supervisión del mercado de valores habría de velar por su correcto desarrollo y especialmente debería prorrogar el plazo para la tramitación de la opa por el período de tiempo que resultara necesario. Esto es, se trataba, a mi parecer, de que la opa, si es que se presentaba, no estuviera aún pendiente del plácet de las autoridades de la competencia, en el momento de la liquidación de la misma.

Por otro lado, según este autor, las deliberaciones sobre la materia mantenidas por el Grupo de trabajo del Consejo en la sesión celebrada en Bruselas el día 23 de octubre de 1989 señalaron los siguientes principios fundamentales que había que tener presentes: a) evitar que entren en conflicto los procedimientos de concentración y los procedimientos de OPAs, b) garantizar a los accionistas de la sociedad afectada en todo momento una información puntual sobre las eventuales interferencias entre ambos procesos y, en consecuencia, sobre los riesgos a asumir tanto por el oferente como por los que acepten la oferta, si la OPA resulta afectada negativamente por el rechazo de su autorización desde la disciplina de las concentraciones, y c) recordar que la agilidad y rapidez del procedimiento de OPAS aconseja no someterla a una suspensión derivada de la tramitación forzosamente más lenta ante la autoridad de defensa de la competencia.

(7) Art. 4.1 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

(8) Art. 7.1 y 3 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

(9) Art. 7.2 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

En principio, en el Derecho comparado pueden contenerse dos soluciones extremas distintas. Por un lado, aquellos ordenamientos que establecen una independencia de la disciplina de la opa con relación al régimen de control de concentraciones recogido en la normativa sobre defensa de la competencia. Esto es lo que parece que sucede, en gran medida, en el **Derecho alemán**, donde no hay, al menos nosotros no las hemos encontrado, verdaderas normas de coordinación entre el régimen de concentración de empresas y el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁰⁾ En el Derecho alemán, de forma muy vaga se dice que deben intercambiarse información la Autoridad de defensa de la competencia y la Autoridad del mercado de valores, sin regular la forma de realizar tal intercambio y los efectos del mismo. Así se establece en el art. 7 de la Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) de 20 de diciembre de 2001 (BGBl. I, S. 3882): “§7. Zusammenarbeit mit Aufsichtsbehörden im Inland (1). Das Bundeskartellamt und die Bundesanstalt haben einander die für die Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlichen Informationen mitzuteilen. Bei der Übermittlung personenbezogener Daten ist §15 des Bundesdatenschutzgesetzes anzuwenden. (2) Die Bundesanstalt kann sich bei der Durchführung ihrer Aufgaben nach diesem Gesetz privater Personen und Einrichtungen bedienen”. Vid. ASSMANN/PÖTZSCH/UWE H. SCHNEIDER, “Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, Verlag Dr. Otto Schmidt, Colonia, 2005, pp. 246 y ss. GEIBEL/SÜBMANN, “Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, Verlag C.H. Beck Munich, 2002, pp. 127 y ss. También hace referencia a este intercambio de información la Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz-WpHG) de 9 de septiembre de 1998: “§6. Zusammenarbeit mit anderen Behörden im Inland... (2). Die Bundesanstalt, die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihrer Tätigkeit nach Massgabe des Kreditwesengesetzes sowie das Bundeskartellamt und die Börsenaufsichtsbehörden haben einander Beobachtungen und Feststellungen einschliesslich personenbezogener Daten mitzuteilen, die für die Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich sind”. Vid. ASSMANN, H.-D., SCHNEIDER, U.H., “Wertpapier-handelsgesetz Kommentar”, Verlag Dr. Otto Schmidt, Colonia, 2006, pp. 224 y 225.

Si bien, cuando aún se carecía de normas expresas, se admitían las opas condicionales en el Derecho alemán y, por consiguiente, las que se condicionaban al pláacet de las autoridades concurrenciales. En este sentido, se aludía al Código de Conducta Alemán sobre Ofertas Públicas de Adquisición, de 14 de julio de 1995, elaborado por la Comisión de Expertos de la Bolsa (Übernahmecodex, con una última versión de 1998), que en su art. 7.12 señala que la oferta pública debería incluir como mínimo, entre otros requisitos, “Las condiciones de la oferta, en caso de existir, y los derechos del oferente de desistir, si los hubiere”. Un régimen similar se contiene ahora en la Ley de 20 de diciembre de 2001, donde se obliga a incluir en el folleto de la oferta “las condiciones de las que se haga depender la validez de la oferta” (art. 11.2) y que sólo prohíbe “las condiciones cuyo cumplimiento dependa exclusivamente del oferente, de cualquier persona que actúe de forma concertada con él, de sus filiales, o de asesores que actúen para estas personas o empresas en conexión con la oferta” (art. 18.1). Por otro lado, se señala que las condiciones pueden consistir en decisiones de las autoridades de la competencia u otras decisiones administrativas. Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una opa bajo condición? A propósito de una polémica reciente”, *La Ley*, 2000, D-133, p. 1572, id., “Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)”, Civitas, Madrid, 2002, pp. 128 y 129. ASSMANN/PÖTZSCH/UWE H. SCHNEIDER, “Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, cit., pp. 322 y ss. y 543 y ss. RALOFF, A., “Acting in Concert”, *JWV* (Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft), 2007, pp. 31 a 33. FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “El Código de Conducta Alemán sobre Ofertas Públicas de Adquisición (Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche übernahmeangebote)”, *RdS*, núm. 8, 1997, pp. 419 y ss. id., “El Nuevo Código de Conducta alemán sobre ofertas públicas de adquisición (“Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche übernahmeangebote”) a la luz de la Propuesta de Decimotercera Directiva en materia de ofertas públicas de adquisición”, *RdS*, núm. 8, 1997, pp. 485 y ss.

Esta misma era la solución que, parece, se daba en el Derecho francés anterior al vigente, vid. DE LA LAURENCIE, J.P., “France: offres publiques et contrôle des concentrations”, en *Revue de Droit des Affaires Internationales*, n.º 7, 1989, pp. 865 a 867, señala que no hay reglas específicas de las OPAs en

Por otro lado, hay ordenamientos que, adoptando una solución opuesta, vinculan la OPA, en mayor o menor medida, con los mecanismos de control de concentraciones del régimen de defensa de la competencia. Es decir, en este caso, se produce la coordinación entre las ofertas públicas de adquisición de valores y el régimen de defensa de la competencia.

Ahora bien, esa coordinación se aborda de forma diferente en los distintos ordenamientos del derecho comparado. Así, hay ordenamientos como el Derecho italiano, donde la coordinación entre las ofertas públicas de adquisición de valores y el régimen de concentraciones económicas se realiza mediante normas contenidas en este último bloque normativo.

Otras veces, el régimen de coordinación entre ambos bloques normativos tiene lugar dentro de la “normativa” que regula las ofertas públicas de adquisición de valores. Esto es lo que sucede en el *City Code (Takeover Code)* del Derecho inglés.

Finalmente, en otros ordenamientos, como en el Derecho francés y como veremos sucede en el Derecho español, la coordinación entre el régimen de defensa de la competencia y el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores tiene lugar en ambos bloques normativos.

A continuación nos vamos a referir brevemente a algunos ordenamientos de Derecho comparado, comenzando por el **Derecho italiano**. Como anteriormente hemos indicado, la coordinación entre ofertas públicas de adquisición de valores y el régimen de concentraciones económicas, se realiza mediante normas contenidas en este último bloque normativo, en concreto, en los artículos 16 y 17 de la Ley de 10 de octubre de 1990, n.º 287, donde se establecen normas para la tutela de la concurrencia y de mercado ⁽¹¹⁾.

Según estas normas, la oferta pública de adquisición que pueda dar lugar a una operación de concentración sujeta a comunicación debe ser comunicada a la Autoridad de defensa de la competencia, al mismo tiempo (“*contestualmente*”) que se notifica a la Comisión nacional para las sociedades y la bolsa (*consob*) (art. 16.5 de la Ley 287/1990).

la legislación francesa de la concurrencia, aunque sí las haya habido en el pasado, entre 1977 y 1985, como consecuencia de la instauración del control de concentraciones. A partir de 1985, las reglas generales del control de concentraciones serían aplicables a las OPAs, si bien es verdad que las OPAs no son concentraciones ordinarias, ya que las empresas que las ponen en marcha tienen necesidad de seguridad, de confidencialidad y de rapidez. Vid. también GUNTHER, J.-Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations de dimension communautaire en matière d’OPA”, *Revue de jurisprudence de droit des affaires (RJDA)*, 7, 1992, chron., p. 557. COHEN-TANUGI, L., “OPA et contrôle des concentrations : la quadrature du cercle”, *Petites affiches*, 21 de julio, 1999, n.º 144, pp. 31 y ss. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, cit., p. 3383.

(11) “Art. 16 (*Comunicazione delle concentrazioni*)... 5. *L’offerta pubblica di acquisto che possa dar luogo ad operazioni di concentrazione soggetta alla comunicazione di cui al comma 1 deve essere comunicata all’Autorità contestualmente alla sua comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa.*

6. *Nel caso di offerta pubblica di acquisto comunicata all’Autorità ai sensi del comma 5, l’Autorità deve notificare l’avvio dell’istruttoria entro quindici giorni dal ricevimento della comunicazione contestualmente darne comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa...*

Se trata de dos comunicaciones realizadas con fines distintos, una a la Autoridad de defensa de la competencia y otra a la Autoridad del mercado de valores. La primera de esas comunicaciones tiene como finalidad la tutela de la competencia, mientras que la segunda tiene como fin el eficaz funcionamiento del mercado de capitales⁽¹²⁾.

Las comunicaciones se deben hacer al mismo tiempo a las dos Autoridades (“*contestualmente*”), si bien la doctrina puntualiza que lo que se quiere decir con esa expresión es que la comunicación a la Autoridad de defensa de la competencia no debe ser anterior a la comunicación a la Autoridad del mercado⁽¹³⁾ y, por tanto, la comunicación a la Autoridad del mercado de valores puede ser anterior y, en este caso, esta última comunicación obligaría a realizar a continuación la comunicación a la Autoridad garante de la competencia. Se entiende que la comunicación a la Autoridad del mercado que lleva consigo la obligación de comunicar la oferta a la Autoridad garante de la competencia no es la comunicación de la simple intención de formular la oferta, sino la misma formulación de la oferta con la presentación del documento de la oferta, al que inmediatamente vamos a hacer mención⁽¹⁴⁾.

Una vez comunicada la oferta a la Autoridad de defensa de la competencia, ésta debe notificar el comienzo de la instrucción (“*l’avvio dell’istruttoria*”) dentro de los quince días de la comunicación y a la vez (“*contestualmente*”) dar comunicación a la CONSOB (art. 16.6 de la Ley 287/1990), sin duda para que ésta informe al mercado, a los accionistas, de que la Autoridad de defensa de la competencia está conociendo de esa operación de concentración. Esa información, en su caso, se adjuntaría y se publicaría con el documento de la oferta presentado por el oferente a la CONSOB al comunicar a ésta la oferta⁽¹⁵⁾. No se deja de señalar que se procura, en este caso, abreviar el procedimiento, ya que para las operaciones de concentración en general el plazo de

8. *L’Autorità, entro il termine perentorio di quarantacinque giorni dall’inizio dell’istruttoria di cui al presente articolo, deve dare comunicazione alle imprese interessate ed al Ministro dell’industria, del commercio e dell’artigianato, delle proprie conclusioni nel merito. Tal termine può essere prorogato nel corso dell’istruttoria per un periodo non superiore a trenta giorni, qualora le imprese non forniscano informazione e dati a loro richiesti che siano nella loro disponibilità.*

“Art. 17 (Sospensione temporanea dell’operazione di concentrazione).—1. *L’Autorità, nel far luogo all’istruttoria di cui all’articolo 16, può ordinare alle imprese interessate di sospendere la realizzazione della concentrazione fino alla conclusione dell’istruttoria.*

2. *La disposizione del comma 1 non impedisce la realizzazione di un’offerta pubblica di acquisto che sia stata comunicata all’Autorità ai sensi dell’articolo 16, comma 5, sempre che l’acquirente non eserciti i diritti di voto inerenti ai titoli in questione.*

(12) FALCONE, G., ROTONDO, G., SCIPIONE, L., “Le offerte pubbliche di acquisto”, Giuffrè, Milán, 2001, p. 88, que añade que la doble autorización a que da lugar la doble comunicación, lejos de crear obstáculos ficticios, se muestra como un instrumento adecuado y dotado de la necesaria flexibilidad y eficacia para que la persecución de un interés no repercuta en el otro.

(13) FALCONE, G., ROTONDO, G., SCIPIONE, L., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 88. PICONE, L.G., “Le offerte pubbliche di acquisto”, Giuffrè, Milán, 1999, p. 35.

(14) PICONE, L.G., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 35.

(15) A esta información complementaria y documento de la oferta se refiere el art. 102 del D. Lgs. de 24 de febrero de 1998, n.º 58 —Texto Único de las disposiciones en materia de intermediación financiera, según los artículos 8 y 21 de la L. de 6 de febrero de 1996, n.º 52— puesto al día con las modificaciones introducidas por el D. Lgs. de 11 de abril de 2002, n.º 61:

notificación mencionado en vez de 15 es de 30 días, mientras que en las operaciones de concentración vinculadas a ofertas públicas de adquisición de valores ese plazo, como hemos indicado, se reduce a 15 días⁽¹⁶⁾. Se trata de que la decisión que tome la Autoridad de defensa de la competencia se dicte en el plazo más breve posible, no más allá de 45 días desde el inicio de la instrucción, plazo que se puede prorrogar por un período no superior a 30 días, cuando las empresas no suministren la información o datos requeridos (art. 16.8 de la Ley 287/1990).

Con carácter general, ante una operación de concentración, la Autoridad de defensa de la competencia puede ordenar a las empresas interesadas suspender la realización de la concentración hasta que decida sobre ella (art. 17.1 de la Ley 287/1990).

Sin embargo, el anterior efecto suspensivo no se da en el caso de una concentración económica ligada a una oferta pública de adquisición que haya sido comunicada a la Autoridad garante de la competencia, siempre que el adquirente no ejercite los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión (art. 17.2 de la Ley 287/1990). Por tanto, la eventual apertura de la instrucción del procedimiento de concentración no incide sobre la realización de la oferta⁽¹⁷⁾.

Por otro lado, cuando la oferta pública se realiza en determinados sectores económicos (banca, seguros, intermediarios mobiliarios...), hay que tener en cuenta que la disciplina particular de esos sectores requiere de la eventual necesidad de una autorización preventiva de la autoridad de vigilancia de ese singular sector, cuando se participa en el capital de las empresas operantes en esos sectores en una medida superior a determinados porcentajes⁽¹⁸⁾.

“Art. 102 (Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi).—1. Coloro che effettuano un’offerta pubblica di acquisto o di scambio ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull’offerta. 2. La Consob, entro quindici giorni dalla comunicazione, può indicare agli offerenti informazioni integrative da fornire e specifiche modalità di pubblicazione del documento d’offerta, nonché particolari garanzie da prestare. Decorso tale termine, il documento può essere pubblicato. Il potere della Consob è esercitato nel termine di trenta giorni per le offerte aventi a oggetto o corrispettivo prodotti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico ai sensi dell’articolo 116”. Vid. sobre alguna de estas cuestiones PICONE, L.G., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 36. El autor observa cómo hay coincidencia entre el plazo que debe transcurrir entre la comunicación del documento informativo (de la oferta) a la Consob y la publicación del mismo, eventualmente complementado con las nuevas informaciones requeridas dentro de tal plazo por la Consob, de una parte, y el plazo dentro del cual la Autoridad garante de la competencia puede abrir la instrucción del procedimiento de concentración.

(16) FALCONE, G., ROTONDO, G., SCIPIONE, L., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 88. PICONE, L.G., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., pp. 35 y 36.

(17) PICONE, L.G., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 36.

(18) PICONE, L.G., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 34. POLO, M., «Concorrenza e OPA nell’industria bancaria», en *Mcreg* (Mercato, concorrenza, regole), 2, pp. 255 y ss.

Finalmente, en el Derecho italiano, la opa puede someterse a cualquier tipo de condición que no dependa de la voluntad del oferente y, por tanto, a la decisión favorable de las autoridades tanto sectoriales como de la competencia⁽¹⁹⁾.

En el **Derecho francés** se regula esta temática, fundamentalmente, en la normativa sobre concentración de empresas y también en la que regula el mercado de valores. En síntesis, al igual que en el Derecho italiano ya visto, en la normativa sobre concentración de empresas se señala que la oferta pública de adquisición requiere de una notificación previa a las autoridades de defensa de la competencia. Esta notificación no paraliza la tramitación de la oferta pública, que puede liquidarse, siendo válidas las transmisiones de títulos realizadas a través de dicho procedimiento, con la particularidad de que, en principio, quedan suspendidos todos los derechos derivados de esas acciones y no sólo el derecho de voto, como vimos sucedía en el Derecho italiano, hasta que la autoridad de la concurrencia considere compatible la operación con la competencia. Si la decisión de dicha autoridad es negativa se procederá, en su caso, a la desconcentración de la operación ya realizada.

Para evitar ese riesgo de que se tenga que proceder a la desconcentración de la operación ya realizada, la normativa del mercado de valores, al igual que en el Derecho español, permite que la opa se condicione, con carácter previo, a la decisión positiva de la Autoridad de la concurrencia.

En las líneas que siguen desarrollaremos la anterior síntesis.

Se establece *la notificación previa*, esto es, la operación de concentración debe ser notificada al ministro encargado de la economía antes de su realización⁽²⁰⁾. Se trata, por consiguiente, de una notificación obligatoria⁽²¹⁾.

La legitimación para realizar tal notificación corresponde a las personas físicas o jurídicas que adquieran el control de todo o parte de una empresa⁽²²⁾.

(19) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una OPA bajo condición?, cit. p. 1571, en base al art. 8.1 del Reglamento de desarrollo de la Consob (núm. 11197/1999) del Texto Único de las disposiciones en materia de intermediación financiera de 29 de febrero de 1988, donde se señala que “*la oferta no puede sujetarse a condiciones cuyo cumplimiento depende de la mera voluntad del oferente*”.

(20) Art. L. 430-3, apart. 1.º C.co. FERRIER, D., FERRÉ, D., *Droit du contrôle national des concentrations*, Dalloz, París, 2004, p. 115, se refieren a la situación anterior en la que el control de concentraciones era facultativo, de manera que el examen de la operación era generalmente ejercido *a posteriori*, esto es, la operación podía ser realizada antes de ser objeto de control. Como en adelante el control de la operación de concentración es obligatorio y preventivo, la operación de concentración, con carácter general, no debe ser realizada, antes de ser autorizada por decisión del Ministro (art. L. 430-4, apart. 1.º C.co.).

(21) BOUT, R., BUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique. Concurrence. Distribution. Consommation*, Lamy, París, 2007, p. 715. FRISON-ROCHE, M.-A., PRYET, M.-S., *Droit de la concurrence*, Dalloz, París, 2006, pp. 308 y 310.

(22) Art. L. 430-3, apart. 2.º C.co. VILMART, Ch., FOURGOUX, J.L., “Le nouveau contrôle des concentrations en droit français”, *Gazette du Palais*, 2002, doct., p. 184, considera que, en consecuencia, la sociedad afectada por la concentración no será responsable de la notificación, si bien entiende que no es posible imaginar cómo puede ser realizada una notificación sin su concurso.

En relación al *plazo de notificación* no se establece nada al respecto⁽²³⁾, pero sí señala el momento desde el que puede realizarse la notificación. Es posible la notificación de simples proyectos de concentración, en nuestro caso, particularmente, desde el anuncio de una oferta pública⁽²⁴⁾.

Con carácter general, la notificación de la operación de concentración tiene *un efecto suspensivo*. En efecto, salvo autorización ministerial expresa en sentido contrario, la realización efectiva de una operación de concentración no puede tener lugar hasta el acuerdo de la autoridad de la concurrencia, esto es, el Ministro de economía o, en su caso, el Ministro encargado del sector económico concernido⁽²⁵⁾.

Esta suspensión no existe o es más limitada cuando se trate de una concentración realizada mediante la adquisición o cambio de títulos en un mercado reglamentado y, por tanto, cuando se realice la adquisición o cambio a través de una oferta pública.

En este caso la tramitación de la OPA no se detiene, y lo único que sucede es que hasta que no exista la autorización concurrencial del Ministro los efectos de la concentración se suspenden en cuanto no se pueden ejercitar los derechos vinculados a los títulos⁽²⁶⁾. No se deja de señalar que mientras que en el Derecho comunitario, al que más adelante nos referiremos, sólo se suspenden los derechos de voto, en el Derecho francés se paralizan todos los derechos vinculados a los títulos, es decir, tanto el

(23) La Dirección General de la Concurrencia, del Consumo y de la Represión de Fraudes (DGCCRF), del Ministerio de Economía, Finanzas e Industria, ha señalado que no es necesario precisar este plazo de manera formal, pues es interés evidente de las partes notificar tan rápidamente como sea posible, ya que la operación no surte todos sus efectos hasta que el acuerdo ministerial se haya producido. Vid. BOUT, R., BUSCHI, M., LUBY, M., POILLET-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, p. 716.

(24) Art. L. 430-3, apart. 1.º C.co. BOUT, R., BUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., pp. 715 y 716, señalan que se abandonó una redacción inicial que exigía que las partes se hubieran vinculado de manera irrevocable y, particularmente, después de la publicación de la oferta de compra o de cambio o la adquisición de una participación de control. También indican que con esta solución se armoniza el derecho francés con el reglamento comunitario de concentraciones, que autoriza la notificación cuando se demuestre de buena fe la intención de concluir un acuerdo (art. 4.1 Reglamento n.º 139/2004) y permite coordinar mejor la notificación francesa con los otros procedimientos nacionales que autorizan la notificación de proyectos de concentración.

(25) Art. L. 430-4 C.co. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique*, cit., p. 717, quienes señalan que la suspensión de la operación trata de evitar la difícil desconcentración, cuando *a posteriori* la autoridad concurrencial prohíba la operación. FERRIER, D., FERRÉ, D., "Droit du control nacional des concentrations", cit., p. 115.

(26) Art. 6 del Decreto n.º 2002-689, de 30 de abril de 2002, adoptado en aplicación de la ley n.º 2001-420 de 15 de mayo de 2001: "*lorsqu'une concentration est réalisée par achat ou échange de titres sur un marché réglementé, sa réalisation effective, au sens de l'article L 430-4 du Code de commerce, intervient lorsque sont exercés les droits attachés aux titres. L'absence de décision du Ministre ne fait pas obstacle au transfert desdits titres*". FERRIER, D., FERRÉ, D., *Droit du control nacional des concentrations*, cit., p. 117, consideran que las operaciones bursátiles necesitan una rapidez y eficacia poco compatibles con el principio de suspensión previsto por el art. L. 430-4 C.co. y que el art. 6 del Decreto de 30 de abril de 2002 uniformiza el régimen de la ejecución de la operación para todos los títulos que operen en un mercado reglamentado, tanto si se trata de una OPA, de una OPE o cualquier otra operación.

derecho de voto como los derechos financieros (particularmente, percepción de dividendos), así como los derechos patrimoniales (especialmente la reventa de títulos)⁽²⁷⁾.

La suspensión no alcanzaría a los títulos ya detentados antes de la toma de control. Sin embargo, se ha considerado que la suspensión alcanza tanto al ejercicio de los derechos vinculados que son objeto de la oferta pública como a los otros títulos que sucesivamente se han adquirido hasta adquirir una participación de control, seguida de la obligación de depositar una OPA sobre el capital restante. Se considera que estos dos acontecimientos constituyen etapas de una misma operación sometida al control de concentraciones. Por tanto, en este caso, el hecho generador del control de concentración estaría constituido por dos acontecimientos tomados en su conjunto⁽²⁸⁾.

Por otro lado, en este caso, los efectos suspensivos afectan sólo, como hemos visto, a los derechos vinculados a los títulos, pero no a la transmisión de los títulos al oferente, que es válida aun en ausencia de decisión positiva concurrencial del Ministro⁽²⁹⁾.

Lo único que sucede es que si después de realizada la concentración, después del cierre de la oferta, la decisión ministerial es negativa, deshacer esta concentración no sería fácil de llevar a cabo⁽³⁰⁾.

La oferta condicionada evita el riesgo de tener que proceder a una desconcentración en condiciones desfavorables, en el caso de que una vez producida la concentra-

(27) FERRIER, D., FERRÉ, D., *Droit du contrôle national des concentrations*, cit., p. 117, haciendo notar que, sobre este punto, el dispositivo francés es más severo que el comunitario. Sin embargo, vid. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 717, señalan que la DGCCRF interpreta que la suspensión sólo afecta a los derechos de voto, aunque los autores parece que, en consonancia con la normativa, extienden la suspensión a todos los derechos vinculados a los títulos.

(28) FERRIER, D., FERRÉ, D., *Droit du control national des concentrations*, cit., pp. 117 y 118.

(29) BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 693, p. 717, señalan que el texto del art. 6 del Decreto n.º 2002-689, añade que "*l'absence de décision du ministre ne fait pas obstacle au transfert desdits titres*". LAURENT-BELLUE, B., BOURGEOIS, F., "Les cessions de bloc de contrôle au regard de l'évolution récente du droit boursier et de la concurrence", *Bulletin joly bourse*, n.º 741, 2003, pp. 742 y 743, los autores consideran que, en base al ya citado art. 6 del D. n.º 2002-689 de 30 de abril de 2002, si existe una operación de concentración que precede y forma un conjunto indisoluble con la posterior OPA, no se somete a la regla general de suspensión de las transmisiones realizadas en virtud de tal concentración sino a la normativa aplicable a la oferta pública subsiguiente, que declara la validez de las transmisiones sobre acciones realizadas, aunque se suspende el ejercicio de los derechos vinculados a tales acciones. Vid. también FERRIER, D., FERRÉ, D., *Droit du contrôle national des concentrations*, cit., p. 117, que consideran que la transmisión efectiva de los títulos tiene por objeto responder a las exigencias de rapidez inherentes a la operación de concentración, teniendo por marco el mercado bursátil y un carácter a veces inamistoso. Ya anteriormente, vid. VILMART, Ch., FOURGOUX, J.L., *Le nouveau contrôle des concentrations...*, cit., p. 184.

(30) BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 717, se preguntan qué hacer en la hipótesis de una OPA que da lugar a una fusión después rehusada por la autoridad de la competencia. Consideran que el mejor remedio a estos inconvenientes sería condicionar la OPA al otorgamiento de una autorización concurrencial, cuestión que se abordará más adelante.

ción la decisión de la autoridad concurrencial sea negativa, cosa que es posible, pues en el caso de oferta pública la notificación de la operación a las autoridades de la concurrencia no suspende la tramitación de la operación⁽³¹⁾. Como ya dijimos, al igual que como veremos sucede en el Derecho español, la normativa que regula la oferta condicionada en Francia pertenece al bloque normativo de la regulación del mercado de valores⁽³²⁾.

Se señala que si el proyecto de oferta debe someterse al control de una Autoridad de concentración, el iniciador de la oferta puede estipular como condición suspensiva que se dé una decisión positiva por las autoridades de la concurrencia en la llamada primera fase del procedimiento, bien porque se entienda que la operación no está sometida al control de concentraciones o bien porque se autorice, expresa o tácitamente, la operación.

En este caso, el que inicia la oferta remite a la AMF una copia “*des saisines*” de las autoridades concernidas y le tiene informado del procedimiento.

Si en la primera fase del procedimiento no se autoriza la concentración y se inicia la segunda fase del procedimiento, la oferta caduca (“*caduque*”). En este caso, el que inicia la oferta da a conocer si prosigue el examen de la operación con las autoridades de concentración. Esto significaría que el iniciador de la oferta no renuncia sino que quiere seguir con la operación de concentración, pero como la oferta originaria ya ha caducado debería proceder, como vamos a ver a continuación en el Derecho inglés, al depósito de una nueva oferta pública de compra o cambio al término de la segunda fase

(31) FERRIER, D., FERRÉ, D., *Lamy. Droit Economique...*, cit., pp. 117 y 118.

(32) El Arrêté francés de 18 de septiembre de 2006 modifica el reglamento general de la Autoridad de los Mercados Financieros (JO n.º 225 de 28 de septiembre de 2006, p. 14210, texto n.º 12. La AMF francesa es el equivalente a nuestra CNMV), como sigue:

“Art. 231-11. *Si le projet d’offre doit faire l’objet, au titre du contrôle des concentrations, d’une notification à la Commission européenne, au ministre chargé de l’économie, à l’autorité compétente à cet égard d’un autre Etat partie à l’accord sur l’Espace économique européen ou membre des Etats-Unis, l’initiateur de cette offre peut y stipuler une condition suspensive d’obtention de la décision prévue à l’article L. 430-5 du code de commerce ou de toute autorisation prévue à l’article L. 430-5 du code de commerce ou de toute autorisation de même nature délivrée par l’Etat étranger.*

L’initiateur qui entend se prévaloir de ces dispositions remet à l’AMF une copie des saisines des autorités concernées et la tient informée de l’avancement de la procédure.

L’offre est caduque dès lors que l’opération projetée fait l’objet de l’engagement de la procédure prévue à l’article 6.1 c du règlement (CE) n.º 139/2004, de la saisine du Conseil de la concurrence au titre du dernier alinéa du III de l’article L. 430-5 du code de commerce ou de l’engagement d’une procédure de même nature par l’autorité compétente de l’Etat étranger. L’initiateur fait connaître s’il poursuit l’examen de l’opération projetée avec les autorités ainsi saisies”.

Por su parte, en relación al contenido del proyecto de nota informativa y de la nota de respuesta:

“Article 231-18: *Le projet de note d’information établi par l’initiateur, dont le contenu est précisé par une instruction de l’AMF, mentionne :...*

d) Le cas échéant, les conditions auxquelles l’offre est subordonnée en application des articles 231-9 à 231-12.”.

Sobre el contenido de esta normativa, vid. BUCHER, F., “Droit de la concurrence et des offres publiques (et autres modifications apportées au Règlement général du Conseil des marchés financiers par l’arrêté du 15 novembre 2002)”, *Bulletin joly bourse*, n.º 1, 2003, pp. 3 y ss.

de control, es decir, cuando las autoridades de la concurrencia han dado su aval a la operación de concentración⁽³³⁾.

Finalmente, señalaremos que si la oferta está condicionada debe hacerse indicación de tal condición en el contenido del proyecto de nota de información⁽³⁴⁾.

Una solución especial que se aparta, como luego veremos, de la que se contiene en el Derecho comunitario y en el Derecho español es la que se aplica en el **Derecho inglés**, según el *The City Code on Takeovers and Mergers (The Code)*⁽³⁵⁾. A nuestros efectos, la norma nuclear del *City Code* es la Regla 12⁽³⁶⁾. En ella se prevé que en la documentación que se adjunta con la presentación de la oferta, ésta se condicione, hasta un plazo máximo de 21 días, aunque permitiendo su extensión por el “*Panel*”, desde la terminación del plazo de aceptación de la oferta o hasta que ésta se declare

(33) FERRIER, D., FERRÉ, D., *Droit du contrôle national des concentrations*, cit., pp. 116 y 117. BUCHER, F., “Droit de la concurrence et des offres publiques...”, cit., p. 6, señalaba este autor que nada impediría al oferente inicial, depositar una nueva oferta pública sin esperar la terminación de la fase segunda del procedimiento, oferta que no estaría condicionada por el derecho de concentraciones.

(34) «*Contenu du projet de note d’information et de note en réponse : Article 231-18 [del reglamento general de la Autoridad de los Mercados Financieros —AMF—]: Le projet de note d’information établi par l’initiateur, dont le contenu est précisé par une instruction de l’AMF, mentionne :... d) Le cas échéant, les conditions auxquelles l’offre est subordonnée en application des articles 231-9 à 231-12.*»

(35) Se trata de una disciplina de naturaleza privada y carente de fuerza normativa, que prevé la posibilidad de que la oferta se someta a cualquier tipo de condición que no dependa solamente de valoraciones subjetivas de los administradores del oferente o cuyo cumplimiento esté en sus manos (regla 13 del *City Code*). Se señala que el posible contenido de estas condiciones es innumerable, como sería la aprobación de la operación por las correspondientes autoridades sectoriales de control y la ausencia de remisión de la operación a las autoridades comunitarias o nacionales encargadas del control de concentraciones o adopción por éstas que resulte satisfactoria para el oferente. El libre establecimiento de condiciones por el oferente sólo dejaría de aplicarse en el supuesto de ofertas obligatorias o “mandatory bids” (regla 9 del *City Code*), es decir a las OPAs formuladas de forma sobrevenida o *a posteriori* cuando el adquirente ha alcanzado el control de la sociedad, pues el carácter condicional de la oferta no concordaría con el principio de igualdad de trato que se intenta garantizar con este tipo de OPAs sobrevenidas. Se indica que en estos casos ni siquiera cabe condicionar la oferta a la obtención de una decisión favorable o satisfactoria de las autoridades de la competencia, aunque en caso de remisión a éstas de la operación de concentración o de la apertura por su parte de un procedimiento de investigación, se prevé que la oferta quede sin efecto (Regla 12 del *City Code*). En los demás supuestos de ofertas preventivas o *a priori*, en los que el oferente no disfruta del control social y formula la opa para obtenerlo, el principio general es la libertad del oferente para establecer cualquier tipo de condición que sea objetiva y fácilmente comprobable. Lo anterior es una síntesis de las aportaciones de GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una opa bajo condición?”, cit., pp. 1570 y 1571.

(36) “*Rule 12. The Competition Commission and the European Commission.*”

12.1. *Requeriment for Appropriate Term in Offer*

(a) *Where an offer comes within the statutory provisions for possible reference to the Competition Commission, it must be a term of the offer that it will lapse if there is a reference before the first closing date or the date when the offer becomes or is declared unconditional as to acceptances, whichever is the later.*

(b) *Where an offer would give rise to a concentration with a Community dimension within the scope of Council Regulation 139/2004/EC, it must be a term of the offer that it will lapse if either:*

incondicional⁽³⁷⁾, a la no intervención de las autoridades de defensa de la competencia, declarando en una segunda fase la incoación del procedimiento de control de concentraciones. De tal forma que si durante ese plazo intervienen las autoridades de defensa de la competencia, la oferta caduca, se extingue y sólo cabe formular una nueva oferta si la decisión de las autoridades de defensa de la competencia es declarar la operación de concentración vinculada a la OPA compatible con la concurrencia. Veamos más detenidamente la regulación que de la oferta condicionada se hace en el Derecho inglés⁽³⁸⁾.

En primer lugar hay que examinar los requisitos a los que se puede condicionar la OPA, según que la operación de concentración tenga una dimensión comunitaria o nacional. Si la oferta da lugar a una operación de concentración de dimensión comunitaria, la continuidad de la oferta se condiciona a que no sea incoado, en la llamada segunda fase, un procedimiento de concentración por la Comisión en base al art. 6.1.c) del Reglamento de concentraciones, procedimiento que se incoa cuando se plantean serias dudas sobre la compatibilidad de la concentración con el mercado común⁽³⁹⁾. Si la operación de concentración tiene una dimensión nacional, la continuidad de la oferta se condiciona a que en base a la legislación interna inglesa no haya una remisión de esta a la “Monopolies and Mergers Commission (Competition Commission)”⁽⁴⁰⁾.

(i) *the European Commission initiates proceedings under Article 6(1)(c); or*
(ii) *following a referral by the European Commission under Article 9.1 to a competent authority in the United Kingdom, there is a subsequent reference to the Competition Commission, in either case before the first closing date or the date when the offer becomes or is declared unconditional as to acceptances, whichever is the later.*

(c) *Except in the case of an offer under Rule 9, the offeror may, in addition, make the offer conditional on a decision being made that there will be no reference, initiation of proceedings or referral. It may state, if desired, that the decision must be on terms satisfactory to it.*

12.2. Offer Period Ceases During Competition Referente Period

When an offer or possible offer is referred to the Competition Commission or the European Commission initiates proceedings, the offer period will end. A new offer period will be deemed to begin at the time that the time that the competition reference period ends. If there is no announcement of a new offer in accordance with Note (a) (iii) on Rule 35.1, this offer period will last until either the expiry of the 21 day period provided for in that Note or the announcement by all cleared offerors that they do not intend to make an offer; whichever is the earlier”.

⁽³⁷⁾ Regla 31.7 del *City Code*. Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Limitación del voto...”, cit., p. 136.

⁽³⁸⁾ Seguimos muy de cerca a VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le contrôle...”, cit., pp. 289 y ss. Vid. también MORSE, G.K., “Merger referents and the City Code”, *JBL*, 1992, pp. 314 y 315.

⁽³⁹⁾ Art. 12.1.(b) del *City Code*.

⁽⁴⁰⁾ Art. 12.1.(b) del *City Code*. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones y OPAS: reflexiones a favor de una nueva reforma”, *Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia*, n.º 221, 2002, p. 97, señalan estos autores que la remisión del expediente a la *Competition Commission* supone la remisión del expediente a la segunda fase, de acuerdo con la legislación británica.

En segundo lugar, salvo en el caso de ofertas obligatorias, el *City Code* permite la posibilidad de formular la condición de manera más circunstanciada, subordinando la eficacia de la oferta a la eficacia positiva de una decisión a continuación de la cual no sería incoado ningún procedimiento por la Comisión europea, ni tampoco tendría lugar ninguna remisión a la “Monopolies and Mergers Commission” antes del fin del período de la oferta o la fecha en que es declarada incondicional⁽⁴¹⁾.

Los efectos que tiene el cumplimiento de la condición es que se produce la caducidad de la oferta en el sentido de que las aceptaciones realizadas hasta ese momento no tienen validez alguna⁽⁴²⁾. Sin embargo la oferta ya caducada de alguna forma se puede decir que sigue desplegando ciertos efectos, en cuanto que, si como consecuencia del conocimiento de la operación de concentración por las autoridades de la concurrencia (condición a la que se sometía la caducidad de la OPA) se decide la compatibilidad de la operación, el oferente puede formular una nueva OPA con mayor facilidad que la establecida con carácter general y hasta la formulación de esa nueva OPA se mantienen algunas de las medidas vinculadas a la OPA precedente. Analicemos más detenidamente estos supuestos.

Hemos indicado que el procedimiento de concentración iniciado en relación con la OPA ya caducada podía terminar con una decisión favorable que facultaba para iniciar una nueva oferta. Sobre esta cuestión tenemos que decir lo siguiente.

Se ha indicado que no parece muy congruente que este procedimiento de concentración, vinculado a una OPA ya caducada, continúe hasta que se produzca una decisión final, puesto que no existe ya OPA ni por tanto operación de concentración⁽⁴³⁾.

Esta no es la solución del *City Code* que, como hemos indicado, señala que las autoridades de la concurrencia pueden seguir conociendo de la operación de concentración vinculada a una OPA ya caducada y que si hay una decisión favorable, ésta puede ser seguida de una nueva oferta⁽⁴⁴⁾.

(41) Regla 12.1.(c) del *City Code*. VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le contrôle...”, p. 292. Señala el autor que cuando entra en juego la normativa sobre concentraciones económicas comunitaria, esto es el Reglamento de concentraciones (por la fecha del trabajo, el autor se está refiriendo a antiguo Reglamento de concentraciones de 21 de diciembre de 1989, aunque en relación a esta materia no se ha producido modificación alguna con relación al nuevo Reglamento de concentraciones), no bastaría una simple abstención de no comenzar el procedimiento, sino más bien la abstención formal de una decisión en virtud de las letras a) y b) del art. 6, donde se señala que la Comisión puede decidir que la operación de concentración no entra en el ámbito de aplicación del Reglamento o bien decidir que no se opone a ella y declararla compatible con el mercado común.

(42) La Nota a la Regla 12.1 del *City Code* señala que el documento de la oferta debe dejar claro que la referencia a la caducidad de la oferta significa no sólo que cesará la posibilidad de realizar más aceptaciones, sino también que los accionistas y el oferente dejarán de estar vinculados por anteriores aceptaciones.

(43) VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le contrôle...”, p. 291, añade que debería cesar todo examen y todo procedimiento por falta de objeto.

(44) Art. 12.2 del *City Code*.

La iniciación de esa nueva oferta puede ser facultativa u obligatoria, si se cumplen los requisitos para que la oferta sea obligatoria y ésta ha caducado por seguirse un procedimiento ante las autoridades de defensa de la competencia. En este caso, una vez autorizada la concentración por dichas Autoridades, la oferta debe ser reiniciada (“*reinstated*”) y, si no pudiera realizarse, hay que reducir el porcentaje de acciones que lleven incorporados derechos de voto por debajo del nivel anterior a aquel en virtud del cual la oferta se hizo obligatoria⁽⁴⁵⁾.

La nueva oferta tiene que ser anunciada normalmente a los 21 días de la decisión favorable de las autoridades garantes de la concurrencia, por derogación de la regla general que prohíbe una nueva oferta en los doce meses siguientes a la caducidad o retirada de una oferta precedente⁽⁴⁶⁾.

Hasta que se formula esa nueva oferta siguen aplicándose, como ya hemos indicado, medidas vinculadas a la oferta precedente ya caducada⁽⁴⁷⁾.

Por un lado, las medidas que restringen los poderes de los órganos sociales, destinadas a evitar el fracaso de la oferta, siguen aplicándose bajo el control del “*Panel*”, aunque de forma más flexible, particularmente en lo que concierne al aumento de capital⁽⁴⁸⁾, sin duda para proteger sus expectativas por si se formula una nueva oferta.

Por otra parte, aun cuando caduca la oferta, cuando la operación de concentración que está detrás ha sido remitida a las Autoridades de defensa de la competencia, el oferente sigue teniendo derecho a ciertas informaciones⁽⁴⁹⁾.

IV. SÍNTESIS VALORATIVA DEL DERECHO COMUNITARIO Y COMPARADO

En una apretada síntesis del Derecho comunitario y del Derecho comparado hay que decir, en primer lugar, que se pretende mantener una posición de equilibrio entre la

(45) Regla 9.4 y Notas a dicha Regla, del *City Code*.

(46) Regla 35.1 del *City Code*.

(47) VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le contrôle...”, p. 291, señala que la oferta, aunque caducada, continúa teniendo efectos durante un período que expirará 21 días después de la decisión final de la autoridad garante de la concurrencia.

(48) Nueva Nota 4 a la Regla 21.1. Vid. VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le contrôle...”, pp. 291 y 292, señala que el procedimiento que termina en una decisión favorable de las autoridades de la concurrencia pudiera ser muy largo y mientras tanto subsisten las limitaciones al poder del consejo de administración de la sociedad afectada y las incertidumbres relativas a la suerte de la operación de concentración y, por tanto, la amenaza de una nueva OPA.

En relación a la excesiva duración del procedimiento que termina en una decisión favorable de las autoridades de defensa de la concurrencia, refiriéndose a la decisión de la Comisión Europea, señala el autor que en base al art. 8 del antiguo Reglamento de concentraciones de 21 de diciembre de 1989, la decisión favorable se tomaría en el plazo de cuatro meses, eventualmente prorrogado por suspensiones y después de la intervención, en su caso, de modificaciones y cambios a los que se subordina el acuerdo. A ello se le tendría que añadir la posibilidad de un recurso ante el TPI o ante la “*Court de justice*” después de la decisión de la Comisión. En este caso, si es anulada la decisión declarando la concentración incompatible con el mercado común la Comisión debería decidir de nuevo.

(49) Nota 5 sobre la Regla 20.2 del *City Code*.

tutela de los bienes protegidos por la normativa de defensa de la competencia en materia de concentraciones y los bienes jurídicos protegidos por el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores⁽⁵⁰⁾. Por otra parte, prevalece la idea de que el régimen de concentraciones económicas y el de las ofertas públicas de adquisición de acciones necesitan de normas que coordinen ambos bloques normativos, con independencia de donde sitúen tales normas: en un bloque normativo, en otro o en los dos⁽⁵¹⁾.

Las normas de coordinación exigen que la operación de concentración vinculada a la OPA sea notificada con carácter previo a las autoridades de defensa de la competencia.

También se entiende que el efecto suspensivo a partir de la notificación de la operación de concentración, que se establece con carácter general, debe decaer en el caso de OPAs⁽⁵²⁾, de tal forma que en este supuesto la notificación de la OPA a las autoridades de defensa de la competencia no paraliza la OPA, que sigue su curso hasta su liquidación, con la salvedad de que, en principio, no se pueden ejercitar los derechos de voto o, menos frecuentemente, los derechos en general de las acciones así adquiridas. En este caso, se hace jugar en la oferta su carácter irrevocable, de suerte que el público aceptante de esta tiene la seguridad de que vende en firme. Si una vez liquidada la OPA, no se produce el plázet de la autoridad garante de la competencia se procederá, en su caso, vía desconcentración, pero respetando siempre la validez de las transacciones ya efectuadas, desde el momento que ya se ha liquidado la OPA, poniendo a cargo de los oferentes los costes y riesgos de la ulterior desconcentración y haciendo prevalecer el interés privado de los accionistas aceptantes de la opa sobre el interés público de cortar de antemano concentraciones inadecuadas⁽⁵³⁾.

Además del efecto suspensivo (o mejor no suspensivo) que el plázet de las autoridades garantes de la competencia tiene sobre la oferta pública de adquisición de valores, la otra idea clave de toda esta temática ha sido la del condicionamiento de la OPA a

⁽⁵⁰⁾ MARCOS, F., “El control de concentraciones como defensa frente a las OPAs hostiles: Oracle/Peoplesoft”, *Anuario de la Competencia*, 2006, p. 174, señala que ha de cohonestarse la protección del interés de los accionistas y del funcionamiento del mercado, que es el principal objetivo del régimen de las OPAs, con la salvaguardia del funcionamiento competitivo de los mercados, que inspira el control administrativo de las operaciones de concentración empresarial.

⁽⁵¹⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, cit., pp. 3381 y 3382. La solución de independizar absolutamente la disciplina de la opa del mecanismo de control de concentraciones le parece al autor una orientación maximalista, perturbadora, que no tiene justificación racional. Para dar satisfacción a la disciplina de las ofertas públicas de adquisición de acciones (agilidad, secreto...) no se puede dejar de lado el régimen general de autorización de los organismos de la competencia, poniendo en peligro otros bienes jurídicos relevantes y acaso de superior rango como los que corresponde tutelar a la disciplina concurrencial.

⁽⁵²⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, cit., p. 3381, considera que hacer depender la continuidad de la operación del plázet de las autoridades garantes en el supuesto de OPAs produciría una contradicción de bienes jurídicos, haciendo prevalecer los de la defensa de la competencia. En el caso de concentración vinculado a una OPA, viene a decir el autor, al no establecerse la suspensión de la operación, se hacen prevalecer los bienes jurídicos tutelados por el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, los valores de agilidad, por no decir de secreto, que son valores a proteger por el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

⁽⁵³⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, p. 3382.

la decisión de las autoridades de la competencia⁽⁵⁴⁾. Recordemos que tanto la Propuesta como la Propuesta modificada de la Decimotercera Directiva relativas a las ofertas públicas establecían en sus respectivos arts. 13.1 que, una vez publicada la oferta, ésta podría retirarse “*cuando no exista la autorización judicial o administrativa requerida para la adquisición de los títulos objeto de la oferta y, en particular, cuando las autoridades encargadas de velar por la libre competencia no autoricen la operación*”. Por tanto, la falta de autorización de la operación de concentración por parte de los órganos de defensa de la competencia va a permitir la retirada de la OPA todavía pendiente, OPA que de otro modo sería contractualmente vinculante por el carácter irrevocable que tiene todo el procedimiento⁽⁵⁵⁾.

Dentro de las especialidades que se presentan en el Derecho inglés, creo que se debe destacar en este momento que la Regla 12 del *City Code* establece la posibilidad de que la oferta se condicione, de tal forma que la oferta caduca, se extingue, con la sola condición de que tenga que intervenir en la operación de concentración vinculada a la OPA (no es necesaria la falta de autorización), en lo que sería una segunda fase del procedimiento de control de concentraciones, las autoridades de defensa de la competencia, antes, en principio, de la terminación del plazo de aceptación de la oferta o antes de que llegue a ser o sea declarada incondicional⁽⁵⁶⁾.

La regulación inglesa a la que acabamos de referirnos hace que debemos resaltar otra idea clave en relación a las ofertas condicionadas, y es que la condición que hace fracasar la oferta o que permite que la oferta sea retirada se tiene que cumplir, en principio, dentro del plazo de aceptación de la oferta y no con posterioridad a la terminación del plazo de aceptación de la oferta, pues, en este último caso, creemos que, en buena lógica, se debe proceder a la ejecución o liquidación de las aceptaciones. Con menos justificación se podría condicionar la validez de la oferta ya liquidada, si la condición se cumpliera con posterioridad a esa liquidación⁽⁵⁷⁾.

Si la condición que hace fracasar la oferta se cumpliera con posterioridad a ese momento creemos que lo más razonable es que ya no tenga efecto y, por tanto, las adquisiciones realizadas en virtud de la oferta pública de adquisición de valores serían válidas, si bien con la posibilidad de dejar sin efecto la concentración económica alcanzada, mediante medidas de desconcentración, previstas en la regulación sobre defensa de la competencia.

(54) Sobre estas dos ideas fundamentales pivota también todo el Derecho español, como en su momento veremos.

(55) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, cit., p. 3385.

(56) Como ya hemos visto en el Derecho francés la oferta puede condicionarse suspensivamente a que se autorice la operación de concentración en la primera fase del procedimiento, mientras que la oferta caduca, como en el Derecho inglés, si se inicia la segunda fase del procedimiento. Si en esta segunda fase se autoriza la operación de concentración, el antiguo oferente puede volver a formular una nueva oferta pública de adquisición o cambio.

(57) VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le contrôle...”, pp. 289 y 294, viene a decirnos que esa solución sería inconciliable con las reglas orgánicas del procedimiento de oferta pública de adquisición, ya que todas las reglamentaciones prevén un breve plazo de ejecución, esto es, un anuncio rápido de los resultados, una ejecución inmediata de las ventas, el pago del precio y la entrega de los títulos tan pronto como se cierre el procedimiento de OPA.

V. LA APLICACIÓN DEL RÉGIMEN DE CONCENTRACIONES ECONÓMICAS A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES

Como ya se ha indicado, en el Derecho español la coordinación entre el régimen de defensa de la competencia y el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores tiene lugar en ambos bloques normativos, esto es, en la normativa que regula el régimen de defensa de la competencia y en la normativa que regula las ofertas públicas de adquisición de valores. En la normativa sobre defensa de la competencia, como sucede en los ordenamientos del Derecho comparado, se regulan las particularidades que se presentan en el procedimiento de concentración de empresas, cuando aparece vinculado a una oferta pública de adquisición de valores, particularmente la no aplicación del efecto suspensivo de la concentración, vinculada a la oferta pública de adquisición de valores. En la normativa sobre las ofertas públicas de adquisición de valores se regula, siguiendo también las pautas del Derecho comparado, sólo la cuestión relativa a la posibilidad de condicionar el resultado de la oferta a las decisiones que se tomen por las autoridades sobre control de concentraciones económicas.

Pues bien, como en ambos marcos normativos se regulan cuestiones distintas, está justificado sistematizar el trabajo, abordando, en primer lugar, la normativa contenida en el régimen de defensa de la competencia y, posteriormente, la normativa que nos afecta contenida en el régimen sobre ofertas públicas de adquisición de valores.

Lo primero será, por consiguiente, analizar la normativa sobre concentraciones económicas contenida en el régimen de defensa de la competencia. En este sentido, a las ofertas públicas de adquisición de acciones que puedan implicar la existencia de una operación de concentración económica se les aplica la correspondiente normativa en materia de defensa de la competencia comunitaria o española, según que, respectivamente, la operación de concentración tenga una dimensión comunitaria o española⁽⁵⁸⁾.

La anterior normativa se aplica a las ofertas públicas de adquisición de valores de carácter obligatorio, pero también de carácter voluntario, cuando dan lugar a una operación de concentración económica según la normativa de defensa de la competencia.

Por consiguiente, tenemos que saber cuándo estamos ante una operación de concentración económica, cuándo una OPA puede entenderse como operación de concentración y si la operación de concentración económica se puede dar tanto en las ofertas obligatorias como en las voluntarias y, finalmente, en relación con lo anterior, si se

⁽⁵⁸⁾ Art. 26.1 del RD OPAS: “Cuando la oferta pública de adquisición pueda implicar la existencia de una operación de concentración económica, ya sea de dimensión europea, española u otra, será de aplicación la correspondiente normativa en materia de defensa de la competencia. Deberá acreditarse ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la correspondiente notificación a las autoridades de defensa de la competencia que sean competentes en caso de ser necesaria”.

La aplicación del régimen sobre concentraciones económicas debe advertirse en el contenido del folleto, según lo dispuesto en el capítulo V del Anexo del RD OPAS, que señala que en él debe hacerse constar la “Posibilidad o no de que el resultado de la oferta quede afectado por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia (debe enenderse hecha la referencia a la nueva Ley), por el

puede hacer equiparable la concentración económica del régimen de defensa de la competencia con el control societario que obliga a lanzar una oferta pública de valores obligatoria.

En primer lugar, y aunque luego volveremos a abordar esta cuestión al analizar la normativa comunitaria y nacional en materia de concentraciones, hay que definir qué es, en líneas generales, una operación de concentración económica para el régimen de defensa de la competencia. En este sentido, se ha dicho, siguiendo a la normativa comunitaria, que el concepto de operación de concentración está ligado a la idea de adquisición, directa o indirecta, del control de otra u otras empresas y la adquisición de control se define sobre la base de la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre las actividades de la empresa o de las empresas objeto de la operación de concentración⁽⁵⁹⁾.

Una vez definida la operación de concentración económica es preciso examinar cuándo una OPA puede entenderse como una operación de concentración y, por tanto, quedar sometida al régimen de control de concentraciones.

En relación a las anteriores cuestiones planteadas, lo primero que hay que decir es que una operación de concentración se puede dar tanto en una OPA obligatoria como en una OPA voluntaria.

Si la concentración económica supone, en definitiva, la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre las actividades de una empresa, está claro que aun en el caso de una oferta voluntaria, lanzada por debajo de los límites del control societario, que dan una participación significativa, establecidos por la normativa del mercado de valores y que obligan a lanzar una OPA, puede existir esa posibilidad de ejercer esa influencia decisiva si se dan determinadas situaciones de hecho, como puede ser la

Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo de las Comunidades Europeas o por otras normas de defensa de la competencia y, en su caso, eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente, con indicación de sus posibles consecuencias de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 26 y 33 de este Real Decreto". SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Ofertas públicas...", cit., pp. 3379 y 3380, consideraba que la existencia de pláacet por parte de la autoridad antimonopolística (y seguramente también las consecuencias de su falta) son materias que deberían ser objeto de una especial atención informativa a favor de los accionistas de la sociedad afectada. Recalcaba el autor que el tema informativo es algo que corresponde cuidar especialmente a la autoridad supervisora del mercado de valores. Incide en la misma cuestión VAN OMMESLAGHE, P., "Le reglement sur le contrôle...", cit., pp. 287 y 288, considerándolas informaciones esenciales para los destinatarios de la oferta que les permiten apreciar si se aplican las normas nacionales o comunitarias. Por otra parte, considera el autor que en el folleto no sólo se deben indicar, como dice nuestro derecho, las "eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente", sino también las actuaciones realizadas con anterioridad, como posibles notificaciones, peticiones que soliciten la acreditación de la no aplicación de la normativa sobre concentraciones de empresas ("demandes d'attestation négatives"), contactos informales en curso o finalizados, decisiones dadas o en vía de elaboración, si se ha iniciado un procedimiento o no, etc.

⁽⁵⁹⁾ ALONSO UREBA, A., Comentarios a los arts. 37 y 38, en SÁNCHEZ CALERO, F., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*, vol. II. Artículos 21 al 41. Centro de Documentación Bancario y Bursátil, Madrid, 1993, pp. 677 y ss., precisando que no hay operación de concentración si las empresas que en ella participan permanecen económicamente independientes y, por tanto, no hay una dirección económica unitaria. Además, la dirección económica unitaria tiene que tener carácter permanente. Vid. también HERRERO SUÁREZ, C., "Concentración de Empresas (Aspectos generales)", en *Diccionario de Derecho de la Competencia*, dir. Luis Antonio Velasco San Pedro, Iustel, Madrid, 2006, pp. 229 y 230.

existencia de un accionariado disperso y abstencionista. La participación minoritaria no es pues incompatible con la existencia de una operación de concentración económica definida en el régimen de defensa de la competencia⁽⁶⁰⁾.

En el caso de tratarse de una OPA obligatoria, por los requisitos exigidos por la normativa del mercado de valores para su lanzamiento, cifrados en una elevada participación significativa, será muy frecuente que siempre haya detrás una operación de concentración económica, pero entendemos que no necesariamente se tiene que dar en este caso una adquisición de control en el sentido de la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre las actividades económicas de una empresa, que es lo requerido para que haya una operación de concentración económica según el régimen de defensa de la competencia⁽⁶¹⁾.

Por el contrario, se ha entendido que el supuesto de hecho que está detrás de una operación de concentración económica debe coincidir con el supuesto de hecho requerido para el lanzamiento de una oferta pública obligatoria⁽⁶²⁾.

⁽⁶⁰⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “Defensa de la competencia, concentración empresarial y ofertas de adquisición de acciones”, *RDBB*, 1992, p. 1019, señala que resulta perfectamente posible que el sujeto que posea el control con una participación inferior al 25%, alcance con su influencia una cuota de mercado o un volumen de ventas como los contemplados en el régimen de defensa de la competencia, sin que desde la perspectiva del régimen del mercado de valores fuera necesario formular una OPA. En el mismo sentido CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., p. 101. Vid. también FERNÁNDEZ-LERGA GARRALDA, C., *Derecho de la Competencia. Comunidad Europea y España*, Aranzadi, Pamplona, 1994, pp. 400 y 401, muestra más reservas al señalar que, por lo general, si se adquiere una participación minoritaria no estaríamos ante una operación de concentración del régimen de defensa de la competencia porque las empresas involucradas, normalmente, permanecen independientes.

⁽⁶¹⁾ En el mismo sentido ALONSO UREBA, A., “Comentarios a los arts. 37 y 38”, cit., pp. 682 y ss., que, sin embargo, destaca ciertas similitudes entre los conceptos de adquisición de participación significativa sujeta a OPA y operación de concentración sujeta al régimen de control. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “Defensa de la competencia, concentración empresarial y ofertas públicas de adquisición de acciones”, cit., pp. 1018 a 1020, en el mismo sentido distingue entre control societario del régimen de ofertas públicas de adquisición de valores y el control sobre el mercado del régimen de defensa de la competencia. Señala que el control societario del régimen de OPAs se refiere al control sobre una sociedad mercantil capitalista y por acciones y se sirve del criterio de los porcentajes de participación en el capital social, mientras que el control del mercado del régimen de defensa de la competencia utiliza el criterio de las cuotas de mercado y el volumen de ventas de las entidades concentradas. GUERRA MARTÍN, G., “La consideración de una situación de control conforme a la normativa sobre concentraciones económicas como presupuesto de la obligación de formular una OPA”, *RdS*, 2006(1), 26, p. 387, considera que para que exista control en la normativa sobre concentraciones económicas es suficiente con que se tenga la posibilidad de ejercerlo (el denominado “control potencial”), sin que sea necesaria la intención de hacerlo o el ejercicio real del mismo. En la normativa del mercado de valores (entonces RD 1197/1991 sobre OPAs) se exige para que nazca la obligación de formular una OPA que, además de tener la posibilidad de designar a la mitad más uno de los miembros del Consejo, se dé además simultáneamente la circunstancia de que el oferente tenga la intención de hacerlo (OPA *a priori*) o haya designado el número de consejeros (OPA *a posteriori*).

⁽⁶²⁾ FERNÁNDEZ-LERGA GARRALDA, C., *Derecho de la Competencia*, cit., p. 478, llega a decir que el concepto de “participación significativa” puede ser utilizado como sinónimo de la toma de control del régimen de defensa de la competencia. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., p. 101, sin tomar partido, constatan que se ha reanimado el debate sobre la necesidad y ventajas de alinear el criterio que existe

1. Concentración económica de dimensión comunitaria vinculada a una oferta pública de adquisición de valores

A) Introducción

Recordemos que en este caso, de acuerdo con el art. 26.1, pfo. 1 RD OPAS, será de aplicación la correspondiente normativa comunitaria en materia de defensa de la competencia. Se sigue con ello la solución dada con anterioridad por el art. 38 del derogado Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores⁽⁶³⁾.

Se aplica, pues, la normativa comunitaria sobre el control de las concentraciones entre empresas. Esto es, principalmente, el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (“Reglamento comunitario de concentraciones”) y el Reglamento (CE) n.º 802/2004 de la Comisión, de 21 de abril de 2004, por el que se aplica el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas.

La normativa comunitaria sólo se aplica a las concentraciones de dimensión comunitaria. Esta normativa, seguramente que por razones prácticas, cambia lo que sería el orden lógico de tratamiento, abordando primero lo que es una operación de dimensión comunitaria para pasar luego a definir lo que es una concentración. *La dimensión comunitaria* viene definida en relación a un determinado volumen de negocios que las empresas afectadas tengan a escala mundial, comunitaria y nacional de al menos tres Estados miembros⁽⁶⁴⁾.

en la actualidad para determinar la obligación de formular una OPA con el concepto de control que establece la normativa nacional de control de concentraciones y consideran que este es el régimen previsto en Bélgica, donde existe, según los autores, la obligación de formular una OPA cuando se adquiera el control, definido éste en términos muy semejantes a los establecidos en la normativa de competencia.

⁽⁶³⁾ “Artículo 38. Operaciones de concentración de dimensión comunitaria. Cuando la oferta pública de adquisición pueda implicar la existencia de una operación de concentración de dimensión comunitaria, de las previstas en el Reglamento (CEE) número 4064/1989 del Consejo de las Comunidades Europeas, de 21 de diciembre de 1989 (DOCE L257, de 21 de septiembre) (LCEur 1989, 1891), será de aplicación lo previsto en dicho Reglamento y, en particular, el régimen de suspensión de la operación de concentración previsto en su artículo 7”.

⁽⁶⁴⁾ Art. 1.2 y 3 del Reglamento CE 139/2004. ALONSO SOTO, R., “Las relaciones entre los Derechos comunitario europeo y español de la competencia”, en *Tratado de Derecho de la Competencia*, dir. J.M. Beneyto Pérez. coord. J. Maíllo González-Orús, *Unión Europea y España*, tomo I, ed. Bosch, Barcelona, 2005, p. 76: la dimensión comunitaria de la operación combina el elemento cuantitativo del volumen de negocios con el geográfico de los mercados territorialmente afectados. HERRERO SUÁREZ, C., “Control de las concentraciones de empresas”, en *Derecho Europeo de la Competencia. (Antitrust e Intervenciones Públicas)*, Lex Nova, Valladolid, 2005, pp. 449 y ss.: la dimensión comunitaria se define con arreglo a un doble criterio, el volumen de negocios de las empresas afectadas y la zona principal de actividad de esas empresas. RUBIO VICENTE, P. J., “Procedimiento de control de la concentración de empresas (Europeo)”, en *Diccionario de Derecho de la Competencia*, dir. Luis Antonio Velasco San Pedro, Iustel, Madrid, 2006, pp. 587 y 589: la concentración de dimensión comunitaria debe superar los umbrales de negocios y localización geográfica señalados.

La concentración se define como un cambio duradero del control de las empresas afectadas y, por tanto, en la estructura del mercado, que confiere la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre una empresa⁽⁶⁵⁾.

Por otro lado, la operación de concentración puede ser el resultado de una sola transacción o ser el resultado de una pluralidad de transacciones distintas vinculadas o interdependientes que no serían realizadas las unas sin las otras y que se producen en un plazo de tiempo razonablemente corto⁽⁶⁶⁾.

Una vez que se sabe que una determinada operación, en nuestro caso la oferta pública de adquisición de acciones, es una concentración de dimensión comunitaria, los órganos de defensa de la competencia (la Comisión en primera instancia y luego el Tribunal de Justicia)⁽⁶⁷⁾ se encargan de realizar *el control de la concentración* para ver si la operación es o no compatible con el mercado común, mediante una evaluación de la concentración⁽⁶⁸⁾. Para determinar si la operación es o no compatible con el mercado común la Comisión tendrá en cuenta criterios estrictamente *concurrentiales* en aras de preservar y desarrollar la competencia efectiva en el mercado común, declarando

⁽⁶⁵⁾ Art. 3.1 y 2 del Reglamento (CE) n.º 139/2004. La doctrina al examinar este precepto vuelve a insistir en que no es necesario que se influya decisivamente en la actividad de la empresa, sino que basta con que se tenga esa posibilidad.

Por otra parte, la concentración supone una pérdida de la independencia económica (no necesariamente jurídica) de las empresas que se concentran, procediéndose a una unificación del poder de decisión.

También se destaca que esa influencia se puede alcanzar tanto a través de una participación mayoritaria como a través de una participación minoritaria, pero significativa, en el capital social. En efecto, no se deja de constatar que las minorías cualificadas pueden conferir el control en determinados casos, como cuando se adquieren a través de “acciones preferentes”, el resto del capital está fraccionado o disperso y tiene una aptitud abstencionista, se puede ejercer un poder de bloqueo o veto sobre las decisiones de la empresa en función de quoros relevantes o se dé cualquier otra circunstancia de hecho que lleve al mismo resultado. Vid. HERRERO SUÁREZ, C., “Control de las concentraciones de empresa”, en *Derecho Europeo de la Competencia*, cit., pp. 445 y ss. GONZÁLEZ-DÍAZ, F.E., CARPI BADÍA, J.M., “La noción de concentración económica y la evaluación de sus efectos en los ordenamientos comunitario y español”, en *Tratado de Derecho de la Competencia. Unión Europea y España*, tomo I, dir. José María Beneyto Pérez, coord. Jerónimo Maíllo González-Orús, Ed. Bosch, Barcelona, 2005, pp. 642 y 645. BRIONES, J., FOLGUERAS, J., FONT, A., NAVARRO, E., *El control de concentraciones en la Unión Europea*, Madrid, Barcelona, 1999, pp. 43, 51, 54 y 55. BELLO MARTÍN-CRESPO, M. P., *Concentración de Empresas de Dimensión Comunitaria*, Aranzadi, Pamplona, 1997, pp. 289 y 290.

⁽⁶⁶⁾ BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 743. Se aborda esta cuestión en los apdos. 36 y ss. y en el apdo. 137 de la “Comunicación consolidada de la Comisión sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, realizada de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, sobre el control de concentraciones entre empresas (2008/C/95/01)”. En esta Comunicación se alude al art. 5.2 párrafo segundo del Reglamento (CE) n.º 139/2004, que permite a la Comisión considerar como una única concentración a transacciones sucesivas que tengan lugar en un período de dos años entre las mismas personas o empresas.

⁽⁶⁷⁾ Art. 21.2 del Reglamento (CE), n.º 139/2004. Vid. también el considerando n.º 20 del mismo Reglamento.

⁽⁶⁸⁾ Esta evaluación se lleva a cabo de acuerdo con lo dispuesto en el art. 2 del Reglamento (CE) n.º 139/2004. Vid. también los considerandos n.º 23, 24, 25, 26 y 29 del mismo Reglamento.

compatibles con el mercado común las concentraciones que no sean susceptibles de obstaculizar de forma significativa la competencia efectiva en el mercado común o en una parte sustancial del mismo, en particular como consecuencia de la creación o refuerzo de una posición dominante. Pero la Comisión, a mi entender, también tendrá en cuenta en esta evaluación criterios de *política industrial*, en cuanto que habrá de valorar “*los intereses de los consumidores intermedios y finales, así como el desarrollo del progreso técnico o económico, siempre que éste sea en beneficio de los consumidores y no constituya un obstáculo para la competencia*”. Es decir, la Comisión ha de evaluar las llamadas eficiencias invocadas por las empresas afectadas.

B) Notificación a la Comisión

La oferta pública de adquisición de valores que, de acuerdo con lo anteriormente indicado, suponga una operación de concentración de empresas, debe ser controlada por las autoridades de defensa de la competencia y, por tanto, debe ser notificada a la Comisión.

Legitimada para realizar tal notificación, en el caso de oferta pública de adquisición de valores, es la persona o empresa que adquiera el control de la totalidad o de partes de una o varias empresas⁽⁶⁹⁾. Los formularios para notificaciones matizan más y señalan que “*Cuando se trata de una oferta pública de adquisición de una empresa, es la empresa que realiza la oferta quien debe realizar la notificación*”⁽⁷⁰⁾. Al no existir coordinación suficiente entre nuestra normativa sobre OPAs y la normativa comunitaria sobre defensa de la competencia no se prevé la posibilidad de que la CNMV pueda tener algún tipo de intervención a estos efectos, aunque sí se prevé, como ya hemos visto, que “*Deberá acreditarse ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la*

⁽⁶⁹⁾ Art. 4.2 del Reglamento (CE) 139/2004. FEDERICO PACE, L., *Derecho Europeo de la Competencia. Prohibiciones antitrust, control de las concentraciones y procedimientos de aplicación*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2007, p. 149, apunta que este precepto enumera las empresas que están sujetas a la obligación de notificación y que ese extremo reviste una importancia especial para identificar a los sujetos sobre los que recaerán las sanciones en caso de incumplimiento de la obligación. Otras consideraciones en relación a la legitimación para realizar la notificación de la concentración en GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, S., “*Controles administrativos sobre una OPA y posibilidades de defensa*”, *RDBB*, 2003, 89, pp. 271, 272 y 274, constata que en el Derecho comunitario (sus observaciones son igualmente válidas para el Derecho vigente) la notificación de la concentración se realiza sólo por el oferente, sin que se prevea la posibilidad de que la notificación provenga de la sociedad afectada y que otros interesados (órganos de administración, representantes de los trabajadores y otras personas que no tienen un interés directo) sin estar legitimados tienen cauces adecuados para participar en el procedimiento de concentración comunitaria.

⁽⁷⁰⁾ Así, el punto 1.2 del Formulario CO, relativo a la notificación de las operaciones de concentración de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 139/2004 de concentraciones, recogido como Anexo I del Reglamento (CE) n.º 802/2004, de aplicación del anterior. En el mismo sentido en el punto 1.4 del Formulario abreviado para la notificación de una concentración de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 139/2004, adjuntado como Anexo II del Reglamento (CE) n.º 802/2004.

correspondiente notificación a las autoridades de defensa de la competencia que sean competentes en caso de ser necesaria” (71).

Cierta coordinación en materia de notificaciones establece el Formulario CO, al que ya anteriormente nos hemos referido, al señalar que los notificantes deberán facilitar, cuando se trate de una oferta pública, una copia del documento de oferta (72).

Respecto al contenido de la notificación, debe realizarse en la forma indicada en el formulario CO de notificaciones, conteniendo, en principio, todas las indicaciones solicitadas en dicho formulario. En relación a esta temática, nos interesa ahora señalar que “Se podrá solicitar por escrito que la Comisión considere que la notificación está completa a pesar de no haberse facilitado la información exigida en este formulario si por motivos razonables no se dispone de dicha información, ya sea parcial o totalmente (por ejemplo, si no se dispone de información sobre una empresa objeto de una oferta pública de adquisición hostil). La Comisión atenderá dicha solicitud siempre que se expongan los motivos por los que no se dispone de la información y se proporcionen estimaciones de la mayor precisión posible sobre los datos que falten, junto con las fuentes de dichas estimaciones. También se indicará, en la medida de lo posible, dónde puede obtener la Comisión la información de que no se dispone” (73).

En relación al plazo o cuestiones temporales de la notificación, señalar que se trata de una notificación previa, es decir ha de realizarse antes de la ejecución de la concentración, en cuanto se haya anunciado la oferta pública de adquisición, si bien también es posible proceder a una notificación cuando las empresas afectadas hayan

(71) Art. 26.1 RD OPAS.

(72) En efecto, dentro de la Sección 5.ª del Formulario CO, en el punto 5.2 se señala que los notificantes deberán facilitar “Cuando se trate de una oferta pública, una copia del documento de oferta; si no se dispone de dicho documento en el momento de la notificación, deberá presentarse lo antes posible y a más tardar cuando se remita a los accionistas”. Claro está que eso sólo sucederá cuando el oferente tenga que notificar la oferta, cosa que alguien podría discutir, como más adelante veremos, si la oferta había venido precedida de una operación de concentración que notificó el que luego sería oferente.

(73) Punto 1.3.f) del formulario CO, relativo a la notificación de las operaciones de concentración de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo. En el mismo sentido, Punto 1.5.f) del formulario abreviado para la notificación de una concentración de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 139/2004. Se justifica tal solución porque en el contexto de una OPA hostil el oferente puede encontrar serios obstáculos para facilitar todas las informaciones exigidas por el formulario CO si la empresa objeto de OPA no colabora con el envío de la información pertinente. Vid. GONZÁLEZ DÍAZ, F.E., “La aplicabilidad del Reglamento 4064/1989, sobre el control de concentraciones a las ofertas públicas de adquisición con especial referencia a los artículos 4 y 7”, en “La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición”, dir. por José Luis Urquijo, Manuel Moreno-Luque y Antonio Alonso, Deusto, Bilbao, 1992, pp. 291 y 292. MIRANDA SERRANO, L.M., “Las concentraciones económicas. Derecho europeo y español”, Madrid, 1994, p. 394. Vid. también GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations...”, cit., p. 552.

anunciado públicamente su intención de presentar la oferta⁽⁷⁴⁾. No obstante, si la OPA viene precedida por una compra de acciones o por un acuerdo de adquisición de acciones que dan lugar a una operación de concentración económica (lo que puede suceder en la OPA *a posteriori*) podría pensarse que la obligación de notificar se hace efectiva, a más tardar, desde el momento de la compra o desde la conclusión del acuerdo y no desde el anuncio de la oferta o desde el anuncio de la intención de presentar la oferta⁽⁷⁵⁾. Sin embargo, la notificación de la operación de concentración previa, si es que tal notificación se ha realizado, pues no parece que sea obligatoria, parece no eximir de notificar la subsiguiente oferta pública de adquisición, notificación esta última que sí sería obligatoria⁽⁷⁶⁾.

La notificación, salvo dispensa de la Comisión, tiene *un efecto suspensivo de la operación de concentración* con carácter general, en cuanto que no podrá ejecutarse antes de ser notificada ni hasta que haya sido declarada compatible con el mercado común⁽⁷⁷⁾.

(74) Art. 4.1 del Reglamento (CE) 139/2004. FEDERICO PACE, L., *Derecho Europeo de la Competencia*, cit., p. 419.

Estando vigente el antiguo Reglamento de concentraciones, según el cual la notificación a la Comisión debía hacerse, en nuestro caso, en el plazo de una semana a partir de la fecha de la publicación de la oferta de compra o canje (art. 4.1 del Reglamento 4064/1989, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración de empresas), se señalaba que se trataba de un plazo de notificación muy breve, realizado a más tardar “*en cuanto*” se hubiera anunciado la oferta pública de adquisición, brevedad que se explicaba por el carácter previo del control instaurado y por el principio de celeridad, combinado con el principio de seguridad jurídica, especialmente exigido en los procedimientos de OPAs, que inspiran todo el procedimiento. Vid. MIRANDA SERRANO, J.L., “Las concentraciones económicas...”, cit., p. 391. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Civitas, Madrid, 1993, p. 156, resalta otras cuestiones a tener en cuenta en este momento. Considera que la posibilidad de mantener conversaciones informales con la Comisión antes de la notificación y la posibilidad de realizar esta notificación antes de la publicación de la OPA puede plantear recelos en relación a la confidencialidad. Para hacer frente a esta preocupación, la Comisión ha establecido procedimientos internos hasta que se produzca la notificación formal o la publicación de la OPA. En relación al nuevo Reglamento, vid. también BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZ-ZETTO, S., *Lamy. Droit Économique*, cit., pp. 756 y 767, señalando que el nuevo reglamento comunitario de concentraciones permite la notificación de las operaciones proyectadas.

(75) GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations...”, cit., pp. 551 y 552. MIRANDA SERRANO, L.M., “Las concentraciones económicas...”, cit., pp. 390 y 391. GONZÁLEZ DÍAZ, F.E., “La aplicabilidad del Reglamento 4064/1989...”, cit., p. 291.

(76) El apdo. 137 de la anteriormente mencionada Comunicación consolidada de la Comisión sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia señala que el art. 5.2, pfo. segundo del Reglamento de concentraciones contiene una regla especial relativa a las operaciones escalonadas o continuas, de tal forma que las concentraciones anteriores (las efectuadas en los dos años precedentes) en las que participaran las mismas partes deben notificarse o volverse a notificar con la transacción más reciente, siempre que ésta constituya una concentración, si se alcanzan los umbrales tanto en una como en varias de las transacciones de forma aislada o cumulativa.

(77) Art. 7.1 y 3 Reglamento (CE) n.º 139/2004. MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., pp. 395 y 396.

Al establecerse con carácter general el efecto suspensivo bajo dispensa de la Comisión, el legislador comunitario ha tratado de conciliar dos objetivos distintos. Por un lado el interés por evitar que una operación de concentración sea realizada antes de aclarar sus efectos competitivos. Por otro lado, el deseo de que los operadores económicos participantes en la operación de concentración no vean paralizada su actividad concentracionista durante un largo período de tiempo⁽⁷⁸⁾. La razón de esta solución que se establece con carácter general es que si no se estableciera la suspensión y luego la operación de concentración se declarara incompatible con el mercado común podría tenerse que proceder, con muchas dificultades, a la desconcentración⁽⁷⁹⁾. Sin embargo, esta suspensión aplicable con carácter general no rige en las operaciones de concentración realizadas mediante ofertas públicas de adquisición de valores, siempre que la concentración sea notificada sin demora a la Comisión y el comprador no ejerza los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión o solo los ejerza para salvaguardar el valor íntegro de su inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión⁽⁸⁰⁾. Esta dispensa de la Comisión debe venir precedida de una solicitud motivada y *“al pronunciarse al respecto, la Comisión tendrá en cuenta, entre otros factores, los efectos de la suspensión para una o varias empresas afectadas por la concentración o para un tercero, así como la amenaza que la concentración represente para la competencia. Tal dispensa podrá ir acompañada de condiciones y obligaciones destinadas a garantizar las condiciones de una competencia efectiva. Podrá ser solicitada y concedida en cualquier momento, tanto antes de la notificación como después de la operación”*⁽⁸¹⁾. A continuación, todas estas cuestiones serán examinadas más detenidamente.

Por consiguiente, la notificación de la oferta pública concentrativa no suspende el procedimiento de OPA que puede continuar hasta su término mediante la aceptación de las ofertas de compra y la conclusión de las ventas. La razón de esta no suspensión se basaría en que las ofertas públicas de adquisición de valores deben llevarse a cabo de forma rápida y se acomodan mal a un sistema basado en la suspensión de la concentración⁽⁸²⁾.

(78) MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., pp. 395 y 396.

(79) FEDERICO PACE, L., *Derecho Europeo de la Competencia*, cit., pp. 419 y 420. MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., pp. 395 a 397, señala que si la ley no permitiera el efecto suspensivo de la operación se podrían realizar actos competitivos difíciles de sanar en el supuesto de que el procedimiento de control finalizara con una decisión de incompatibilidad de la operación de concentración con el mercado común. Se refiere este autor al ejemplo de que una empresa se apropiara mediante la concentración de los secretos industriales de otra, pues en este caso la decisión de incompatibilidad de obligar a vender la empresa adquirida no restituiría la situación al estado anterior a la operación, pues probablemente se produciría un debilitamiento de la posición en el mercado de la empresa adquirida, como consecuencia de la apropiación de sus secretos industriales.

(80) Art. 7.2 Reglamento (CE) n.º 139/2004. Creemos que esta derogación del efecto suspensivo se producirá también para la oferta que viene precedida de una operación de concentración previa ya notificada y aún no dictaminada por las autoridades de control.

(81) Art. 7.3 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

(82) MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., p. 397. VAN OM-MESLAGHE, P., “Le reglement sur le contrôle...”, cit., pp. 299 y 300.

No obstante, se produce una suspensión limitada, en cuanto aún cuando ha finalizado la opa, no se pueden ejercitar los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión hasta que, en principio, la operación no se declare compatible con la normativa sobre defensa de la competencia.

Se suspenden, pues, los derechos de voto, salvo dispensa excepcional⁽⁸³⁾, pero hay que preguntarse a qué derechos de voto se refiere la suspensión. El art. 7.2.b) del Reglamento (CE) 139/2004 dice que el comprador no puede ejercer “*los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión*”, por lo que, en principio, parece que se refiere a los derechos de voto inherentes a los títulos adquiridos a través de la oferta pública.

La doctrina anterior, partiendo de que la participación de control, según la normativa sobre defensa de la competencia, sólo se adquiriría con el lanzamiento de la OPA (OPA *a priori*), entendía que la suspensión no afectaría a los derechos de voto inherentes a los títulos que el oferente tuviera con anterioridad al lanzamiento de la OPA porque se entendía que esa participación anterior, por definición, era una participación que no permitía la adquisición del control económico según la normativa de defensa de la competencia. Esta solución se basaría en que si finalmente hubiese una decisión de incompatibilidad y hubiese que proceder a una desconcentración, ésta sólo afectaría a las acciones adquiridas a través de la OPA⁽⁸⁴⁾.

Hoy día, por el contrario (cabe la OPA *a posteriori*), hay que entender que la suspensión de los derechos de voto también afectaría a los títulos adquiridos con anterioridad a la OPA que permitieran adquirir una participación (mayoritaria o minoritaria) de control según la normativa de la competencia, o mejor, quedarían suspendidos los derechos de voto inherentes a los títulos adquiridos anteriormente a partir del umbral desde el que se posibilita adquirir ese control de la sociedad conjuntamente con

(83) DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 154. Se ha señalado que la suspensión de los derechos de voto tiene por objeto evitar que la empresa que toma el control cree una situación irreversible, procediendo, por ejemplo, a realizar inmediatamente cesiones de activos de la empresa, lo que vaciaría de substancia la decisión de la Comisión que finalmente prohibiera la operación realizada. Por otro lado, al suspenderse sólo los derechos de voto, entendemos que la suspensión no alcanza a la posibilidad de participar en las asambleas para el cálculo del quórum. Sobre estas cuestiones, vid. GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “*Contrôle des concentrations...*”, pp. 553 a 555, que advierten que cualquiera que sea la solución que se dé, puede llevar a paralizar el funcionamiento de la sociedad. Así, si se admite que los votos concernidos no quedan excluidos para el cálculo del quórum, la abstención del oferente al votar las resoluciones en la asamblea deberá ser considerada como voto negativo, las resoluciones propuestas serán rechazadas y el funcionamiento de la sociedad podría ser paralizado. Se puede adoptar la segunda posibilidad, esto es que los derechos de voto de las acciones afectadas no puedan ser tomadas en cuenta para el cálculo del quórum. Esta es la solución por la que se decantan los autores, ya que, entre otros argumentos que utilizan, parece que tienen en cuenta que los arts. 153 y 155 de la ley de sociedades comerciales de 24 de julio de 1966 definían el quórum por referencia a las acciones que tengan derecho de voto (“*ayant le droit de vote*”). Pues bien, también esta solución, según los autores, abocaría a un bloqueo del funcionamiento de la sociedad afectada y se podría plantear la cuestión de si un accionista podría solicitar el nombramiento de un administrador provisional.

(84) ALONSO UREBA, A., “Comentario a los arts. 37 y 38...”, cit., p. 692. MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, p. 398.

los títulos que se adquieren posteriormente a la formulación de la OPA. Prueba de ello es que si luego se produce una decisión de incompatibilidad con la normativa de la competencia y hay que proceder a una desconcentración, habría que desembarazarse únicamente de ese bloque de acciones que confieren el control y no de más.

La misma lógica de la normativa nos lleva a considerar que los derechos de voto quedan suspendidos hasta que la Comisión declare la compatibilidad de la operación bien en su examen preliminar o bien después de la incoación del procedimiento de control de la concentración, cuando se aprecie que la OPA notificada plantea serias dudas con el mercado común, como más adelante veremos. Esta solución se justifica en base a que la suspensión de los derechos de voto tiene por finalidad tutelar el interés del régimen de defensa de la competencia que había quedado mermado por la no paralización de la oferta. Como compensación, y en atención al fin del régimen de defensa de la competencia (que no es otro que la operación concentrativa no surta sus efectos hasta que la Comisión la haya declarado compatible con el mercado común), se establece la suspensión de los derechos de voto, que en buena lógica ha de perdurar hasta que la Comisión declare la compatibilidad de la operación con el mercado común. Cosa distinta es que, como ya ha sucedido, en algún supuesto, exista una dispensa de la Comisión antes de que se adopte una decisión final en el procedimiento de control de concentración económica. En este sentido, la Comisión, en algún caso, ha llegado a considerar que se podía levantar la suspensión del ejercicio de los derechos de voto, pues de las conversaciones mantenidas con las empresas afectadas y de las investigaciones realizadas por la Comisión parecía deducirse una decisión de compatibilidad de la operación de concentración con el mercado común⁽⁸⁵⁾.

En efecto, como ya señalamos más arriba, la suspensión del ejercicio de los derechos de voto deja de tener lugar cuando se ejerciten para salvaguardar el valor íntegro de la inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión a fin de evitar un perjuicio a las empresas afectadas por la operación de concentración o a un tercero⁽⁸⁶⁾.

La excepción a la suspensión del ejercicio de los derechos de voto se fundamenta en que se ejercitan para salvaguardar el valor íntegro de la inversión.

En todo caso, para que la suspensión del ejercicio de los derechos de voto deje de tener efecto se requiere una dispensa concedida por la Comisión, previa solicitud motivada, realizada en cualquier momento, tanto antes de la notificación como después de la operación.

Para conceder tal dispensa *“la Comisión tendrá en cuenta, entre otros factores, los efectos de la suspensión para una o varias empresas afectadas por la concentración o para un tercero, así como la amenaza que la concentración representa para la*

(85) MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., p. 399.

(86) Art. 7.2.b) y 3 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

competencia”⁽⁸⁷⁾. En base a lo anterior, podría conceder tal dispensa para ejercitar los derechos de voto en el contexto de una OPA hostil o cuando se pretendan adoptar medidas que vengan a reducir el valor de la empresa objeto de la OPA o cualquier otro tipo de decisión que pueda frustrar o perjudicar el éxito de la OPA⁽⁸⁸⁾.

“*Tal dispensa podrá ir acompañada de condiciones y obligaciones destinadas a garantizar las condiciones de una competencia efectiva*”⁽⁸⁹⁾. En este sentido se ha señalado que la Comisión podrá limitar el ejercicio de los derechos de voto a ciertas asambleas generales o a ciertas materias, siempre y cuando el objetivo final sea la preservación de las condiciones de competencia efectiva⁽⁹⁰⁾.

Finalmente, en relación a la inobservancia de la obligación de no ejercitar los derechos de voto, se ha señalado que no resultaría ninguna nulidad del voto ni ninguna consecuencia en cuanto a la validez de la deliberación de la asamblea general, ya que la normativa sobre concentraciones, que es donde se establece la suspensión del derecho de voto, no tiene ninguna incidencia sobre el funcionamiento de la sociedad⁽⁹¹⁾.

(87) Art. 7.3 del Reglamento (CE) n.º 139/2004. No parece fácil establecer si a la hora de emitir tal dispensa la Comisión puede tener en cuenta, como realidades separadas, por un lado el “*valor íntegro de su inversión*” (de la inversión del oferente) y, por otro lado, “*los efectos de la suspensión para una o varias empresas afectadas por la concentración o para un tercero*”. Bajo la vigencia del anterior Reglamento (CEE) n.º 4064/1989, con una regulación muy semejante en este punto, en ocasiones parece que se parte de que esos supuestos operan conjuntamente, DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 154, constata que la Comisión podrá conceder tal dispensa a fin de evitar un perjuicio grave a una o más empresas afectadas por una operación de concentración o a un tercero. En otros casos se admite que puedan jugar separadamente y basta con que se dé alguno de ellos. Vid. GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “*Contrôle des concentrations...*”, cit., p. 554, consideran que la derogación de la suspensión de los derechos de voto deberá inscribirse en el cuadro de “*la salvaguardia del pleno valor de la inversión*” de la empresa y/o sea destinado a “*evitar un perjuicio grave a las empresas concernidas*”, es decir tanto al oferente como a la sociedad afectada.

(88) GONZÁLEZ DÍAZ, E., “*La aplicabilidad del Reglamento 4064/1989...*”, cit., pp. 298 y 299, justifica la dispensa de la suspensión de los derechos de voto en base a que el objetivo de esta medida es preservar la competencia efectiva en el mercado y no el de interferir en el buen funcionamiento de los mercados financieros y menos aún el de proteger los intereses de los accionistas minoritarios o del equipo de gestión de la sociedad objeto de la oferta.

(89) Art. 7.3 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

(90) GONZÁLEZ DÍAZ, E., “*La Aplicabilidad del Reglamento 4064/1989...*”, cit., p. 299. Ya anteriormente, vid. GUNTHER, J. Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “*Contrôle des concentrations...*”, cit., p. 554, consideran que el oferente privado del ejercicio del derecho de voto podría solicitar una especie de derogación “*de objeto reducido*” que le permita efectuar una o más operaciones limitadamente enumeradas, por ejemplo, la autorización para convocar una asamblea general que le permita aprobar las cuentas y el finiquito dado a los miembros del consejo de administración salientes, la renovación de los administradores o decidir en asamblea general extraordinaria en caso de pérdidas de la sociedad, cuando su capital propio fuese inferior a la mitad del capital social.

(91) VAN OMMESLAGHE, P., “*Le reglement sur le contrôle...*”, cit., p. 303, si bien, entre otros efectos, se podrían establecer multas por contravención a la suspensión de los derechos de voto.

C) Decisión de la Comisión

Dejando a un lado ahora si la decisión se toma en la primera fase o fase preliminar o en la segunda fase, una vez incoado el procedimiento de control de concentración económica, la Comisión puede decidir que la operación de concentración es compatible con el mercado común, que es compatible pero estableciendo condiciones y obligaciones o que es incompatible con el mercado común⁽⁹²⁾.

Si declara la *decisión compatible* con el mercado común, sin ningún tipo de condiciones⁽⁹³⁾, desaparecen los efectos suspensivos; en nuestro caso, si es que no ha habido autorización previa de la Comisión, desaparece la suspensión del ejercicio del derecho de voto.

En segundo lugar, la comisión *puede declarar compatible* la operación con el mercado común pero acompañando su decisión de *condiciones y obligaciones* a fin de compatibilizar la concentración con el mercado común. En su virtud, la suspensión del ejercicio del derecho de voto puede desaparecer pero se puede limitar el ejercicio de los derechos de voto a ciertas asambleas o materias⁽⁹⁴⁾.

Finalmente la Comisión puede declarar la operación *incompatible* con el mercado común. Esta decisión sólo se puede adoptar en la llamada fase segunda, con la conclusión del procedimiento iniciado por la Comisión cuando la operación le ha planteado serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común⁽⁹⁵⁾. En este caso, además de las multas correspondientes⁽⁹⁶⁾, si la concentración ya hubiese sido realizada, la Comisión podrá exigir a las empresas afectadas que disuelvan la concentración, en particular mediante la enajenación de todas las acciones adquiridas, de tal manera que quede restablecida la situación previa a la ejecución de la concentración u ordenar cualquier otra medida apropiada para garantizar que las empresas afectadas disuelvan la concentración o adopten cualesquiera otras medidas encaminadas a restablecer la situación previa.

⁽⁹²⁾ Arts. 6 y 8 del Reglamento (CE) n.º 139/2004. Lógicamente, si se declara que la operación notificada no es de concentración o no tiene una dimensión comunitaria, en principio, los efectos serían los mismos que si se autoriza la operación de concentración de dimensión comunitaria. Vid. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 768.

⁽⁹³⁾ CALVO CARAVACA, A.L., CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., *Las concentraciones de empresas*, Colex, Madrid, 2006, p. 261, señalan que la decisión de compatibilidad puede consistir en una aceptación sin condiciones (compatibilidad simple) o, por el contrario, ir acompañada de condiciones y cargas impuestas por la Comisión (compatibilidad condicional).

⁽⁹⁴⁾ ALONSO UREBA, A., Comentarios a los arts. 37 y 38, cit., p. 702.

⁽⁹⁵⁾ Art. 6.1.c) del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

⁽⁹⁶⁾ Arts. 14.2, 15.1.d) y 16 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

La desconcentración se puede producir, pues, entre otros supuestos, cuando la declaración ha sido declarada incompatible con el mercado común por las autoridades de defensa de la competencia⁽⁹⁷⁾.

La decisión de proceder a la desconcentración no es obligatoria, sino facultativa⁽⁹⁸⁾ y se toma bien en la misma decisión en que decide declarar incompatible la operación con el mercado común o mediante una decisión aparte⁽⁹⁹⁾.

En relación a las medidas de desconcentración que se pueden tomar, se señala⁽¹⁰⁰⁾ que se les puede exigir a las empresas afectadas que disuelvan la concentración, en particular mediante la enajenación de acciones adquiridas, de tal manera que quede restablecida la situación previa a la ejecución de la concentración. Si las circunstancias no permiten el restablecimiento de la situación previa a la ejecución de la concentración, mediante disolución de ésta, la Comisión podrá adoptar cualquier otra medida apropiada para lograr el restablecimiento en la medida de lo posible⁽¹⁰¹⁾.

Por consiguiente, una medida de desconcentración que se puede exigir es la enajenación de acciones. Pues bien, a pesar de que, como acabamos de indicar, el Reglamento comunitario de concentraciones dice⁽¹⁰²⁾ que la Comisión puede exigir la enajenación de todas las acciones de tal manera que quede restablecida la situación previa a la ejecución de la concentración, la Comisión también podría obligar al ofe-

(97) Evidentemente, también se puede llevar a cabo la desconcentración en otros casos, por ejemplo, cuando no se ha realizado la notificación de la operación de concentración a la Comisión o cuando se ha autorizado por las autoridades de defensa de la competencia la operación de concentración, pero sujeta a condiciones que luego no se han cumplido. Vid. ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38..., cit., pp. 694 y 695. GONZÁLEZ DÍAZ F.E., CARPÍ BADÍA, J.M., "La noción de concentración económica y la evolución de sus efectos en los ordenamientos comunitario y español", en *Tratado de Derecho de la Competencia. Unión Europea y España*, tomo I, director: José María Beneyto Pérez, coord. Jerónimo Maíllo González-Orús, Bosch, Barcelona, 2005, pp. 728 y 729. FEDERICO PACE, L., *Derecho europeo de la competencia...*, cit., pp. 415 a 417.

(98) ALONSO UREBA, A., "Comentario a los arts. 37 y 38", cit., p. 702. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZETO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 777, se refiere a un supuesto en el que la Comisión no utiliza el poder de ordenar la desconcentración e invita a las partes a proponer algún tipo de medida ("engagements") que permita restaurar la competencia efectiva.

(99) Art. 8.4 último párrafo del Reglamento (CE) 139/2004. GONZÁLEZ-DÍAZ, F.E., CARPÍ BADÍA, J.M., "La noción de concentración económica...", cit., pp. 730 y 731. CALVO CARAVACA, A.L., CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., *Las concentraciones de empresas*, cit., p. 262.

(100) Art. 8.4 del Reglamento (CE) 139/2004. ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., p. 702.

(101) DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., pp. 156 y 157. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETO, S., *Lamy. Droit Economique*, cit., p. 777. Se señala que la Comisión podrá ordenar la separación de empresas o activos agrupados o el cese del control común.

(102) Art. 8.4 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

rente a enajenar sólo el porcentaje de acciones que suponga una desconcentración por pérdida del control⁽¹⁰³⁾.

Pero la desconcentración puede tener inconvenientes. Por ejemplo, como consecuencia de la desconcentración, el oferente posiblemente tenga que transmitir las acciones adquiridas en condiciones muy desventajosas⁽¹⁰⁴⁾.

Evidentemente los inconvenientes de la desconcentración se evitarían si la solución legal fuese distinta a la establecida y no se permitiera formular la OPA hasta que la operación de concentración económica que le precede o se realiza con el lanzamiento de la OPA, fuera declarada compatible por la Comisión. No obstante, las particularidades del procedimiento de la OPA, hacen pensar que la anterior solución no es viable y por eso no ha sido impuesta por el Derecho comunitario⁽¹⁰⁵⁾. Lo que sí se puede hacer, como veremos más adelante, desde el Derecho español, es condicionar la OPA de tal forma que se pudiera desistir de ella si la Comisión no autoriza la operación de concentración de dimensión comunitaria que está detrás, antes de que termine el plazo de aceptación de la oferta.

“No obstante, en aras de la seguridad jurídica debe protegerse, en la medida de lo necesario, la validez de las operaciones”⁽¹⁰⁶⁾. Por esta razón, se señala, con carácter general, que la suspensión no afectará a la validez de las transacciones de títulos admitidos a negociación en un mercado como, por ejemplo, una bolsa de valores, salvo que los compradores y los vendedores supieran o debieran haber sabido que la transacción se realiza contraviniendo las obligaciones de suspensión⁽¹⁰⁷⁾. Sin embargo, esta última prevención no afecta en ningún caso a las concentraciones realizadas mediante una OPA, ya que, como hemos visto, en este caso, la suspensión sólo afecta

⁽¹⁰³⁾ ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., p. 702. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., pp. 156 y 157, señala que la Comisión puede ordenar la desinversión de todo o parte de la participación adquirida.

⁽¹⁰⁴⁾ BELLO MARTÍ-CRESPO, M. P., *Concentración de empresas de dimensión comunitaria*, cit., p. 282.

⁽¹⁰⁵⁾ Las particularidades del procedimiento de la oferta pública de adquisición de acciones hacen que si se exigiera previamente a su formulación que la Comisión hubiera declarado compatible con el mercado común la operación de concentración económica, se produciría el riesgo de que la operación trascendiera al mercado, la competencia entre empresas de un mismo sector y posibles oscilaciones de la cotización de la sociedad afectada que impedirían al oferente realizar la operación en el momento más conveniente para sus intereses. Vid. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., p. 96. VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le controle...”, cit., p. 295.

⁽¹⁰⁶⁾ Considerando 34 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

⁽¹⁰⁷⁾ Art. 7.4 del Reglamento (CE) 139/2004. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 155. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., pp. 767 y 768.

al ejercicio de los derechos de voto y, por lo tanto, la transmisión de los títulos realizada como consecuencia de la OPA es siempre válida⁽¹⁰⁸⁾.

De tal forma que las posibles medidas de desconcentración no declaran la nulidad de la operación de concentración realizada. Muy al contrario, la operación de concentración sigue siendo válida en cuanto las transmisiones realizadas en virtud de la oferta no se deshacen. Lo único que sucede es que dando por sentado que la operación de concentración es válida, con posterioridad, en un segundo momento, pueden implementarse, como hemos visto, medidas de desconcentración o desinversión⁽¹⁰⁹⁾.

D) Los plazos del procedimiento de concentración económica y los plazos del procedimiento de la oferta pública de adquisición de valores

Las apreciaciones realizadas hasta el momento han partido del supuesto no explicitado de que una decisión de la Comisión declarando la operación de concentración compatible con el mercado común puede tener lugar tanto antes de que termine el período de aceptación de la oferta, sobre todo si la decisión se adopta en la llamada fase primera o preliminar, como después de que termine el período de aceptación de la oferta —y esto último sucederá no necesariamente, pero sí normalmente, cuando la decisión se toma en la segunda fase del procedimiento, esto es, después de que la Comisión haya decidido incoar el procedimiento sobre control de concentraciones si la concentración notificada le ha planteado serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común—.

El que no podamos prever de antemano si la decisión de la Comisión declarando la compatibilidad de la operación con el mercado común pueda tener lugar antes de que termine el plazo de aceptación de la oferta o después no sólo está en relación con la fecha en que se lleve a cabo la notificación de la operación de concentración a la Comisión (lo cual, a su vez, dependería de que se notifique la oferta en sí o la operación de concentración previa a la oferta) y a que se tome la decisión en la primera fase preliminar de análisis o en la segunda fase, después de haber incoado el procedimiento de concentración, sino también con que los plazos en principio establecidos tanto en el procedimiento de control de la concentración económica como en la aceptación de la OPA pueden sufrir modificaciones, como consecuencia de diferentes suspensiones y prórrogas.

Para valorar en su justa medida lo anteriormente indicado nos permitimos exponer en síntesis el procedimiento de concentración, fijándonos en particular en los

⁽¹⁰⁸⁾ DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 155. SORIANO GARCÍA, I. E., *Derecho público de la competencia*, Marcial Pons, Madrid, 1998, p. 591, considera que no considerar válidas las transmisiones de títulos sería improcedente, ante la complejidad del fenómeno desde la perspectiva económica y de los miles de relaciones jurídicas implicadas en una concentración.

⁽¹⁰⁹⁾ ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., p. 702. SORIANO GARCÍA, I. E., *Derecho público de la competencia*, cit., p. 591.

plazos establecidos para la toma de decisiones por parte de la Comisión. Una vez presentada la notificación a la Comisión, ésta procederá a su examen y en un plazo de 25 días laborables contados a partir del día laborable siguiente a la fecha de la recepción de la notificación o, si la información que debe facilitarse en el momento de la notificación es incompleta, a partir del día laborable siguiente a la fecha de la recepción de la información completa, decidirá bien que la notificación no entra en el ámbito de aplicación del Derecho comunitario, bien que entra en dicho ámbito de aplicación pero decide no oponerse a ella o la declara compatible con el mercado común⁽¹¹⁰⁾ o, finalmente, que la concentración notificada entra en el ámbito de aplicación del Derecho comunitario y plantea serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común, en cuyo caso decidirá incoar el procedimiento⁽¹¹¹⁾.

Ese plazo de 25 días se ampliará a 35 días laborables si la comisión remite el expediente a un Estado miembro o si las empresas afectadas proponen compromisos para compatibilizar la concentración con el mercado común⁽¹¹²⁾.

Finalmente, hay que tener en cuenta que la Comisión no está sujeta a los anteriores plazos si revoca la decisión de que la concentración notificada no entra en el ámbito de aplicación del Derecho comunitario o si decide no oponerse a ella y la declara compatible con el mercado común, como consecuencia de que la decisión se había basado en información incorrecta u obtenida de forma fraudulenta o cuando las empresas afectadas incumplan una obligación impuesta en la decisión⁽¹¹³⁾.

Una vez que entramos en la segunda fase, mediante la incoación del procedimiento por parte de la Comisión, tal como hemos indicado anteriormente, la Comisión decidirá que declara la concentración compatible con el mercado común (con o sin modificaciones previas) o que la declara incompatible con el mercado común⁽¹¹⁴⁾. Estas decisiones deberán adoptarse en un plazo máximo de 90 días laborables a partir de la fecha de incoación del procedimiento. Este plazo se ampliará a 105 días laborables cuando las empresas afectadas propongan compromisos para compatibilizar la concentración con el mercado común, salvo que dichos compromisos se hubieran propuesto en un plazo inferior a 55 días desde la incoación del procedimiento⁽¹¹⁵⁾.

(110) En su caso, previa comprobación por parte de la Comisión de que se ha modificado la concentración por las empresas afectadas, de acuerdo con el art. 6.2 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004. Vid. también art. 5 del Reglamento (CE) n.º 802/2004 de la Comisión, de 21 de abril, de aplicación del reglamento comunitario de concentraciones.

(111) Art. 10.1 en relación con el art. 6.1 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

(112) Art. 10.1 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

(113) Art. 10.1 en relación con el art. 6.4 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 768.

(114) Art. 8.1 a 3 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

(115) Art. 10.3 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que la Comisión no queda sujeta a estos plazos de 90 o 105 días anteriormente indicados cuando compruebe que una concentración se ha ejecutado contraviniendo una de las condiciones vinculadas a la decisión o cuando haya sido revocada una decisión de compatibilidad con el mercado común cuando la declaración de compatibilidad se haya basado en información incorrecta u obtenida de forma fraudulenta o cuando las empresas afectadas incumplan una obligación impuesta en la decisión⁽¹¹⁶⁾.

Por otro lado, esos plazos de 90 o 105 días a los que nos venimos refiriendo *se ampliarán* si las partes notificantes presentan una solicitud en un plazo máximo de 15 días laborables desde la incoación del procedimiento o si en cualquier momento ulterior a la incoación del procedimiento la Comisión amplía esos plazos con el consentimiento de las partes notificantes. En cualquier caso, la duración total de la ampliación o ampliaciones no excederá de 20 días laborables⁽¹¹⁷⁾.

Finalmente, tanto los plazos dados a la Comisión para que decida en la primera fase (25 o 35 días), como para que decida en la segunda fase una vez incoado el procedimiento (90 o 105 días), *se suspenderán* excepcionalmente cuando la Comisión, por circunstancias de las que sea responsable una de las empresas participantes en la concentración, se haya visto obligada a solicitar información o a ordenar una inspección⁽¹¹⁸⁾.

Por otro lado, cuando el Tribunal de Justicia dicte una sentencia que anule total o parcialmente una decisión de la Comisión, dada en la primera fase o en la segunda fase una vez incoado el procedimiento, que esté sujeta a alguno de los plazos establecidos (25 o 35 días en la primera fase; 90 o 105 días en la segunda fase), la concentración volverá a ser examinada por la Comisión para tomar alguna de las decisiones de la primera fase, es decir si la operación no tiene dimensión comunitaria, y si la tiene, decidir si es compatible con el mercado común o hay serias dudas en cuanto a su compatibilidad, en cuyo caso decidirá incoar el procedimiento. Para ello, las partes notificantes presentarán sin demora una nueva notificación o completarán la original cuando esta última ha dejado de estar completa debido a cambios que se hayan podido producir entre tanto en las condiciones del mercado o en relación con la información facilitada. Si no se han producido tales cambios las partes deberán certificar este extremo sin demora. En este caso, los plazos de 25 o 35 días de la primera fase empezarán a contar el día laborable siguiente a la recepción de la nueva notificación completa, de la notificación completada o de la certificación señalada⁽¹¹⁹⁾.

(116) Art. 10.3 en relación con el art. 8.7 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

(117) Art. 10.3 del Reglamento n.º 139/2004.

(118) Art. 10.4 del Reglamento n.º 139/2004. Vid. también art. 9 del Reglamento (CE) n.º 802/2004 de la Comisión de 21 de abril de 2004, por el que se aplica el Reglamento anterior.

(119) Art. 10.5 del Reglamento n.º 139/2004.

Por otro lado se establece la figura del silencio positivo en cuanto que si la Comisión no ha tomado una decisión, en la primera o segunda fase, en los plazos previstos a los que nos hemos referido, se considerará que la concentración ha sido declarada compatible con el mercado común⁽¹²⁰⁾.

Esos plazos se han de poner en relación con los plazos previstos en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. En este caso, *la solicitud de autorización* para formular una oferta deberá presentarse durante el mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta o a la fecha en la que surja la obligación de formular la oferta, cuando se haya adquirido una participación de control o se haya designado a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada o bien dentro de los tres meses siguientes a la fecha en la que se produzca la toma de control indirecta o sobrevenida⁽¹²¹⁾.

A continuación, una vez presentada la solicitud de autorización, la Comisión Nacional del Mercado de Valores declarará, en su caso, su *admisión a trámite* en un plazo que no excederá de 7 días hábiles desde que se complementara la documentación (incluida la presentación del folleto), notificándose a los interesados⁽¹²²⁾.

Posteriormente, *el acuerdo de autorización o denegación* deberá adoptarse en un plazo de 20 días hábiles a partir de la recepción de la solicitud o desde que se registre la recepción de los documentos complementarios, informaciones o documentos adicionales. Este acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá fin a la vía administrativa, siendo recurrible ante la Jurisdicción Contencioso Administrativa, sin perjuicio de la interposición, en su caso, de recurso potestativo de reposición⁽¹²³⁾.

Por su parte *el plazo de aceptación* de la oferta se fijará por el oferente no siendo inferior a 15 días naturales ni superior a 60 contados a partir del día bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio de la oferta, realizado en el plazo máximo de 5 días hábiles desde la notificación al oferente de la autorización⁽¹²⁴⁾.

(120) Art. 10.6 del Reglamento n.º 139/2004.

(121) Art. 17.2 del RD OPAS.

(122) Art. 17.3 del RD OPAS.

(123) Art. 21.3 del RD OPAS. El art. 21.5 del mismo Real Decreto señala que “*La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar, cuando sea necesario, el procedimiento, los plazos y los demás requisitos formales aplicables a las ofertas públicas de adquisición que se formulen simultáneamente en un mercado secundario oficial español y en otro mercado de un Estado no perteneciente a la Unión Europea*”.

(124) Art. 23.1 del RD OPAS.

Ahora bien, ese plazo de aceptación podrá ser *ampliado*, en unos casos fijándose la fecha exacta de la ampliación, pero en otros dejando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la fijación del plazo de ampliación⁽¹²⁵⁾.

Finalmente, el plazo de aceptación de la oferta se *suspenderá* durante los 3 días hábiles que tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores para autorizar la modificación de las condiciones de la oferta⁽¹²⁶⁾.

2. Concentración económica de ámbito nacional vinculada a una oferta pública de adquisición de valores

A) Introducción

La Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, titula “De las concentraciones económicas” el capítulo II del título I, artículos 7 a 10 (aspectos sustantivos del control de las concentraciones económicas) y “De los procedimientos” al capítulo I del título IV, artículos 36 y ss.

En relación al *ámbito de aplicación*, el procedimiento de control previsto se aplicará a las concentraciones económicas que representen una determinada *cuota de mercado* o un determinado *volumen de negocios global*⁽¹²⁷⁾.

⁽¹²⁵⁾ Así, el art. 23 del RD OPAS señala: “... 3. *El plazo de aceptación quedará ampliado automáticamente, cuando proceda, para que medie al menos 15 días naturales entre el día de la celebración de la junta general que deba aprobar la emisión de los otros valores ofrecidos en contraprestación o decidir sobre las condiciones a las que hubiera sujetado la oferta y el último día del plazo de aceptación.* 4. *En el caso de publicación de algún suplemento del folleto explicativo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar el plazo de aceptación cuando la relevancia de la información allí contenida lo exija.* 5. *Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar la ampliación del plazo de aceptación en los demás casos en que pueda resultar necesario. El acuerdo deberá ser motivado y fundamentarse en el buen fin de la oferta y la debida protección de sus destinatarios*”. Por su parte, los arts. 31.6 y 32.6 del RD OPAS prevén la posibilidad de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda ampliar convenientemente el plazo en el supuesto de que se dé una modificación de las características de la oferta.

Entendemos que con base legal en lo anteriormente expuesto, nada impediría que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el hipotético caso de que fuera necesario, pudiera ampliar el plazo de aceptación de la oferta hasta que la Comisión Nacional de la Competencia decidiera en la primera fase del procedimiento del control de concentraciones. Vid. BUCHER, F., *Droit de la concurrence et des offres publiques...*, cit., p. 5, refiriéndose al Derecho alemán, señalaba que la oferta sometida a examen por la autoridad de la competencia sólo se puede cerrar a la expiración del plazo de un mes, que se corresponde con la primera fase de investigación por parte del “Bundeskartellamt”.

⁽¹²⁶⁾ Art. 31.3 del Real Decreto 1066/2007. También es posible una *interrupción* del plazo de aceptación en el supuesto a que se refiere el art. 44.1 del RD OPAS, precepto que en alguna medida también hay que poner en relación con el art. 45.7 del mismo Real Decreto.

⁽¹²⁷⁾ Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia: “*Artículo 8. Ámbito de aplicación.—1. El procedimiento de control previsto en la presente Ley se aplicará a las concentraciones económicas cuando concorra al menos una de las dos circunstancias siguientes: a) Que como consecuencia de la concentración se adquiera o incremente una cuota igual o superior al 30 por ciento del mercado relevante de producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo. b) Que el volumen de negocios global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 240 millones de euros, siempre que al menos dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros.*”

Si se cumple el anterior requisito, hay que ver si se trata de una **concentración económica**. De forma semejante a lo ya visto para el Derecho comunitario y brevemente para no ser reiterativo con lo ya dicho en apartados precedentes, se define la concentración económica⁽¹²⁸⁾ como un *cambio estable del control* de la totalidad o parte de una o varias empresas a través, entre otros medios, de la adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas. A los efectos anteriores, el control resultará de los contratos, derechos o cualquier otro medio que confieran la posibilidad de ejercer *una influencia decisiva* sobre una empresa y, en particular, a los efectos que ahora interesa, mediante contratos, derechos o cualquier otro medio que permitan influir decisivamente sobre la composición, las deliberaciones o las decisiones de los órganos de la empresa⁽¹²⁹⁾.

Por otro lado, como se señalaba para el Derecho comunitario y en el Derecho francés, la operación de concentración puede ser el resultado de una sola transacción o de una pluralidad de transacciones distintas vinculadas e interdependientes que no serían realizadas las unas sin las otras⁽¹³⁰⁾. Se trataría de operaciones de concentración realizadas en diversas fases escalonadas que pueden alcanzar aislada o conjuntamente los umbrales requeridos para la notificación a la Comisión Nacional de la Competencia⁽¹³¹⁾. Creemos que en el caso de una operación de concentración seguida de la

2. Las obligaciones previstas en la presente Ley no afectan a aquellas concentraciones de dimensión comunitaria tal como se definen en el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero, sobre el control de las concentraciones entre empresas, salvo que la concentración haya sido objeto de una decisión de remisión por la Comisión Europea a España conforme a lo establecido en el citado Reglamento”. Vid. FOLGUERA, J., VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, en J. MASSAGUER y otros, *Comentario a la Ley de Defensa de la Competencia*, Thomson-Civitas, Madrid, 2008, pp. 294 y ss.

⁽¹²⁸⁾ Art. 7 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. El preámbulo de esa Ley, en su número II, señala que la Ley aporta novedades ya que aclara y amplía el concepto de concentración a efectos de control. Se continúa diciendo, en ese número II, que en cuanto al concepto de concentración, la Ley centra su definición en la existencia de un cambio estable en la estructura de control, *de iure* o *de facto*, de una empresa.

⁽¹²⁹⁾ GUERRA MARTÍN, G., “La consideración de una situación...”, cit., pp. 383 y 384, considera que la influencia tiene carácter decisivo cuando no permite a la sociedad controlada hacer una libre valoración de sus decisiones, sino que éstas vienen determinadas por el sujeto o sujetos controlantes. Además señala que esta influencia decisiva ha de ser estable y duradera. Recuerda también que para que exista control es suficiente con que se tenga la posibilidad de ejercerlo, sin que sea necesario el ejercicio del mismo o la intención del adquirente de ejercerlo y que, dándose determinadas circunstancias de hecho como el absentismo reiterado, se puede ejercer el control de hecho a través de una participación minoritaria en el capital social. Vid. también ALONSO UREBA, A., *Comentarios a los arts. 37 y 38*, cit., p. 680. FOLGUERA, J., VIDAL, P., *De las Concentraciones Económicas*, cit., pp. 281 y ss.

⁽¹³⁰⁾ BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Économique*, cit., p. 743.

⁽¹³¹⁾ FOLGUERA, J., VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, cit., p. 303. En base a los precedentes españoles y a lo señalado en la Comunicación consolidada de la Comisión Europea de 10 de julio de 2007, sobre cuestiones jurisdiccionales de control de concentraciones (“Comunicación sobre Jurisdicción”), señala como criterios para determinar si cada una de estas fases constituye una operación independiente o, por el contrario, forman parte de una única operación, los dos siguientes: a) Se presume que las operaciones realizadas dentro de un plazo razonablemente corto (dos años según la “Comunicación sobre Jurisdicción”) entre los mismos vendedores y las mismas empresas que adquieren el control forman parte de una única operación de concentración económica. b) Cuando se trata de operaciones condicionadas entre sí, podrían formar parte de una única concentración si la empresa que adquiere el control es la misma en ambos casos, a pesar de que las empresas vendedoras sean distintas.

formulación de una OPA obligatoria la interdependencia y condicionalidad entre ambas operaciones viene fijada por ley; se trata de operaciones “vinculadas *de iure*”⁽¹³²⁾.

Una vez cumplidos los dos anteriores requisitos, es decir, que se trate de una operación económica que entra en el ámbito de aplicación de la ley y además es una concentración económica, la Comisión Nacional de la Competencia procederá a realizar el control de dicha operación a través de un determinado procedimiento y utilizando unos *critérios de valoración sustantiva*⁽¹³³⁾. Utilizará un criterio *estrictamente concurrencial*, atendiendo a la posible obstaculización del mantenimiento de una competencia efectiva en todo o en parte del mercado nacional. Pero también tendrá en cuenta *critérios de política industrial*, esto es, *las eficiencias económicas* derivadas de la operación de concentración y, en particular, la contribución que la concentración pueda aportar a la mejora de los sistemas de producción o comercialización, así como a la competitividad empresarial, y la medida en que dichas eficiencias sean trasladadas a los consumidores intermedios y finales, en concreto, en la forma de una mayor o mejor oferta y de menores precios⁽¹³⁴⁾. En este sentido también se podrá atender, por el Consejo de Ministros, a *critérios de interés general distintos de la defensa de la competencia*⁽¹³⁵⁾.

El procedimiento de control de concentraciones lo realiza la Comisión Nacional de la Competencia y el Gobierno en Consejo de Ministros a través de dos fases distin-

⁽¹³²⁾ En los apdos. 36 y ss. de la ya mencionada Comunicación consolidada de la Comisión sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia se señala que la condicionalidad entre las transacciones que constituyen una única operación se demuestra si hay una condicionalidad *de facto* o si las transacciones están “vinculadas *de iure*”.

⁽¹³³⁾ Art. 10 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. En el preámbulo de esa Ley, en su n.º II, se señala: “*Por lo que respecta a los criterios de valoración sustantiva, la Ley separa claramente los que guiarán la toma de decisiones por parte de la Comisión Nacional de la Competencia, centrados en el mantenimiento de la competencia efectiva en los mercados, de aquellos en que podrá basarse la intervención del Gobierno, relacionados con la protección del interés general de la sociedad.*”

Así, *por una parte se aclaran los elementos que valorará la Comisión Nacional de la Competencia, con sistematización de, entre otros posibles, los que se han venido considerando en los informes del Servicio y del Tribunal de Defensa de la Competencia hasta el momento, y con explicitación del tratamiento de las eficiencias empresariales y mantenimiento de la valoración de los aspectos cooperativos o de las restricciones a la competencia accesorias a las concentraciones. Por otra parte, se indican los criterios de valoración sustantiva que guiará una decisión del Consejo de Ministros distinta de la de la Comisión Nacional de la Competencia, recogiendo una lista no exhaustiva de criterios concretos*”. Vid. un comentario amplio sobre el art. 10 de la Ley de Defensa de la Competencia en FOLGUERA, J./VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, cit., pp. 310 y ss.

⁽¹³⁴⁾ En relación a estos criterios de valoración sustantiva, para una mayor precisión vid. FOLGUERA, J., VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, cit., pp. 313, 314, 378 y 379.

⁽¹³⁵⁾ Art. 10.4 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia: “*El Consejo de Ministros, a efectos de lo previsto en el artículo 60 de esta Ley, podrá valorar las concentraciones económicas atendiendo a criterios de interés general distintos de la defensa de la competencia.*”

En particular, se entenderán como tales los siguientes:

- a) *defensa y seguridad nacional,*
- b) *protección de la seguridad o salud públicas,*
- c) *libre circulación de bienes y servicios dentro del territorio nacional,*
- d) *protección del medio ambiente,*

tas y comienza mediante una notificación a la Comisión Nacional de la Competencia, a la que nos vamos a referir a continuación.

B) Notificación de la concentración a la Comisión Nacional de la Competencia

Una buena visión de conjunto sobre las cuestiones que se van a tratar en el contenido de este epígrafe se da en el n.º II del Preámbulo de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. Aquí se señala que “*En relación con la flexibilización del procedimiento, la Ley mantiene el régimen de notificación obligatoria con efecto suspensivo pero prevé el posible levantamiento de la obligación de suspender la ejecución de la concentración en cualquier momento del procedimiento. Además, el tratamiento de las ofertas públicas de adquisición de acciones se alinea con el comunitario, de forma que la obligación de suspensión únicamente afectará al ejercicio de los derechos de voto inherentes a los títulos y no a la posibilidad de lanzar la oferta, siempre que se cumpla con los plazos de notificación previstos en la Ley*”.

En el Derecho español, al igual que en el Derecho comunitario y en los ordenamientos de Derecho comparado analizados, la concentración de empresas y, por consiguiente, la oferta pública de adquisición vinculada a tal operación concentrativa requiere de una notificación previa a las autoridades de defensa de la competencia, en nuestro caso a la Comisión Nacional de la Competencia. Que sea una notificación previa significa que sea anterior a su resolución y lo anterior supone, además, que es una notificación obligatoria⁽¹³⁶⁾. A continuación se examinan los requisitos y efectos de tal notificación, empezando por el tema de la legitimación.

- e) *promoción de la investigación y el desarrollo tecnológicos,*
- f) *garantía de un adecuado mantenimiento de los objetivos de la regulación sectorial”.*

En relación a la autorización de concentraciones por el Consejo de Ministros, por razones de interés general, vid. FOLGUERA, J., VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, cit., pp. 406 y ss.

⁽¹³⁶⁾ Partimos de que la OPA notificada a la autoridad de control de concentraciones es una OPA *a priori* que supone una concentración de empresas. Si la OPA es *a posteriori*, una vez alcanzada la concentración, como ya indicábamos al tratar esta cuestión en el ámbito del Reglamento de concentraciones del Derecho comunitario, la notificación es posible realizarla desde el momento de la compra o desde la conclusión del acuerdo que originó la concentración económica. Ahora bien, esta notificación previa creemos, en los términos que luego indicaremos, que no paralizaría la OPA subsiguiente. En cualquier caso, si la notificación de las operaciones de concentración previas a la OPA, no se ha llevado a cabo, debería procederse a la notificación de la OPA subsiguiente. Vid. LAURENT-BELLUE, B., BOURGEOIS, F., “Les cessions de bloc de contrôle...”, cit., pp. 745 y 747, señala que la notificación a las autoridades de defensa de la competencia no afecta a la oferta pública en cuanto tal sino a la cesión del bloque de control que está en el origen del depósito de la oferta pública. Sin embargo, señala el autor que a este argumento se puede objetar que la notificación a las autoridades de control de concentraciones afecta no solamente a la cesión del bloque de control sino igualmente a la oferta pública en cuanto elemento constitutivo del hecho generador del control. También se hace eco de la tercera posibilidad que se podría plantear en este caso, y es la de que sólo hubiese una notificación en el momento de lanzamiento de la OPA en esta hipótesis que venimos examinando, que es aquella de una cesión del bloque de control precedente a la apertura de una oferta pública obligatoria, ya que en este caso el hecho generador del control de la concentración está constituido por dos acontecimientos apreciados en conjunto, a saber la conclusión del acuerdo previo y el depósito de la OPA.

De las anteriores disquisiciones se hizo eco el apdo. 137 de la ya mencionada Comunicación consolidada de la Comisión sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, que señala que

Legitimados para realizar la notificación ante la Comisión Nacional de la Competencia están *conjuntamente* las partes que intervengan en la adquisición del control conjunto sobre la totalidad o parte de una o varias empresas. *Individualmente* está legitimada la parte que adquiera el control exclusivo sobre la totalidad o parte de una o varias empresas. Esto es, en el caso de una OPA, está legitimado el oferente u oferentes⁽¹³⁷⁾.

En el caso de que una concentración sujeta a control no hubiese sido notificada a la Comisión Nacional de la Competencia ésta, de oficio, requerirá a las partes obligadas a notificar para que efectúen la correspondiente notificación en un plazo no superior a 20 días a contar desde la recepción del requerimiento. Transcurrido el plazo para notificar sin que se haya producido la notificación la Dirección de Investigación podrá *iniciar de oficio* el expediente de control de concentraciones⁽¹³⁸⁾.

En cuanto *a la forma y contenido de la notificación*, la notificación se presentará en un modelo oficial, al que se adjuntará en todo caso, entre otras cosas, cuando se

en el caso de operaciones escalonadas o continuas las concentraciones anteriores (las efectuadas en los dos años precedentes) deben notificarse o volverse a notificar con la transacción más reciente, siempre que ésta constituya una concentración, si se alcanzan los umbrales tanto en una como en varias de las transacciones de forma aislada o acumulativa. Esto es, parece que no obliga a notificar la operación de concentración previa a la oferta pero sí, en todo caso, la operación que resulta del lanzamiento de la oferta pública, ya que sería la transacción más reciente.

⁽¹³⁷⁾ Art. 9.4 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, M.J., “El procedimiento nacional en materia de control de concentraciones entre empresas”, en *Derecho de la Competencia Europeo y Español. “Curso de Iniciación*, volumen II, ed. a cargo de Luis Ortiz Blanco y Rosario León Jiménez, Dykinson, Madrid, 2003, p. 913.

⁽¹³⁸⁾ Art. 9.5 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. En la anterior legislación el requerimiento por los órganos de defensa de la competencia para que se presentara la notificación de concentración podría venir precedido por una puesta en conocimiento por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En efecto, el art. 37.1 del RD 1197/1991 sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores establecía que “*la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si estima que pueden concurrir las circunstancias previstas en el citado artículo 14 de la Ley 16/1989, sin que así se haya hecho constar en el folleto presentado, pondrá la oferta en conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia, a efectos de que este organismo, de estimarlo oportuno, requiera al oferente la presentación de la notificación*”. En relación a esta solución del derecho previgente, vid. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 151. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, M.J., “El procedimiento nacional en materia de control...”, cit., p. 911.

En el Derecho actual esta solución no se contempla expresamente, quizás porque se haya entendido que la Comisión Nacional del Mercado de Valores no puede conocer si se trata de una operación de concentración económica. Sin embargo, lo anterior quizás no sea totalmente cierto pues, como ya hemos visto, tiene información a través del contenido del folleto que ha de acompañar a la solicitud de autorización de la OPA, en cuanto que en él se indica la posibilidad de que el resultado de la oferta quede afectado por la normativa de defensa de la competencia en materia de concentraciones económicas y, en su caso, eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente ante los órganos de defensa de la competencia [capítulo V, letra a) del Anexo del RD OPAS]. En relación a esta cuestión siguen siendo válidas las apreciaciones de GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., *Defensa de la competencia...*, cit., pp. 1031 y 1032, y de MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., pp. 439 y 440.

En cualquier caso, como se ha visto, la Comisión Nacional de la Competencia puede actuar de oficio y ello lleva implícito que esta actuación puede derivarse de la información que le suministre tanto la Comisión Nacional del Mercado de Valores como el órgano administrativo de la sociedad afectada y otros terceros, como los representantes de los trabajadores o incluso los accionistas o socios minoritarios.

trate de una oferta pública de adquisición de valores, además de las condiciones a que se somete cualquier oferta de valores efectuada, el folleto de oferta que debe presentarse ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁽¹³⁹⁾. De forma parecida, ya señalamos que en el Derecho comunitario el Formulario CO de notificaciones establece que los notificantes deberán facilitar, cuando se trate de una oferta pública, una copia del documento de la oferta⁽¹⁴⁰⁾.

En el Derecho comunitario se prevé la posibilidad de aligerar el contenido de la notificación si por motivos razonables no se dispone de toda la información exigida en el formulario, lo que sucederá particularmente, se señala, en relación a la información sobre la empresa objeto de una oferta pública de adquisición hostil, ya que en este caso la empresa afectada por la OPA puede no colaborar en el envío de la información pertinente⁽¹⁴¹⁾. En el Derecho español también se prevé esta posibilidad con carácter general, aunque no se hace mención en concreto a la oferta pública. En efecto, la Dirección de Investigación, previa solicitud motivada del notificante, podrá eximir de la presentación de determinados apartados o documentos contemplados en el formulario de notificación⁽¹⁴²⁾.

En consecuencia, la información que pone en marcha un procedimiento de concentración de empresas, proporcionada a la Comisión Nacional de la Competencia, para que esta de oficio requiera a las partes obligadas a notificar para que realicen la correspondiente notificación o para que la Dirección de Investigación inicie de oficio el expediente de control de concentraciones, puede ser suministrada voluntariamente a la Comisión Nacional de la Competencia o puede ser requerida por ésta a terceros en general y, en particular, a los administradores de la sociedad afectada, a los que no le alcanzaría, en este caso, el deber de pasividad. (Se tiene presente a los administradores de la sociedad afectada también a otros efectos. Así, en el formulario de notificación de la operación de concentración, al que luego nos referiremos, se ha de indicar si la oferta pública cuenta con la aprobación del órgano de administración de la sociedad objeto de la oferta. Vid. Sección 2.^a, punto 2.1.3, del Anexo II del Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia, donde se contiene el “Formulario ordinario de notificación de las concentraciones económicas”. Vid. también la Sección 2.^a, punto 2.1.3, del Anexo III del Reglamento de Defensa de la Competencia, donde se contiene el “Formulario abreviado de notificación de las concentraciones económicas”). En ningún caso, ni los administradores de la sociedad afectada ni ningún otro tercero o interesado tienen legitimación activa para proceder a notificar la operación de concentración a la Comisión Nacional de la Competencia. Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Civitas, Madrid, 1999, pp. 185 y ss. GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, S., “Controles administrativos sobre una OPA...”, cit., pp. 267 a 270. MARCOS, F., “El control de concentraciones como defensa frente a las opas hostiles...”, cit., pp. 174 a 176.

⁽¹³⁹⁾ Arts. 56.1 y 57 del Reglamento de Defensa de la Competencia. Vid. el contenido del modelo oficial, que puede ser el “Formulario ordinario de notificación de las concentraciones económicas” del Anexo II del Reglamento de Defensa de la Competencia o el “Formulario abreviado de notificación de las concentraciones económicas” del Anexo III del Reglamento de Defensa de la Competencia.

⁽¹⁴⁰⁾ Sección 5.^a, punto 5.2 del Formulario CO.

⁽¹⁴¹⁾ GONZÁLEZ DÍAZ, F.E., “La aplicabilidad del Reglamento 4064/1989, sobre el control de concentraciones...”, cit., pp. 291 y 292. MIRANDA SERRANO, L. M., *Las concentraciones económicas...*, cit., p. 394. GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations...”, cit., p. 552.

⁽¹⁴²⁾ Art. 56.3 del Reglamento de Defensa de la Competencia.

Respecto al *plazo y demás cuestiones temporales* para realizar la notificación, hay que comenzar señalando que, con carácter general, como ya anteriormente hemos indicado, se requiere una *notificación previa*. Se señala que las concentraciones económicas deberán notificarse a la Comisión Nacional de la Competencia previamente a su ejecución. Se establece un plazo máximo de notificación, lo que, lógicamente, no impide que la notificación se pueda realizar desde el momento que existe un proyecto o acuerdo de concentración⁽¹⁴³⁾. En el caso de una OPA, se establece una excepción a lo anterior, ya que existe la obligación de notificar en un plazo más corto sin que se pueda hacer, como hemos visto sucede con carácter general, hasta el momento previo a la ejecución de la operación. En efecto, si se quiere asegurar que la OPA pueda seguir tramitándose aun cuando no haya recaído el plácet de la Comisión Nacional de la Competencia, la concentración debe ser notificada a la Comisión Nacional de la Competencia en el plazo de 5 días desde que se presenta la solicitud de la autorización de la oferta a la Comisión Nacional del Mercado de valores, en caso de no haber sido notificada con anterioridad, cosa que puede suceder desde que existe un proyecto o acuerdo de concentración⁽¹⁴⁴⁾. Esta fórmula permite que la oferta pueda ser notificada a las autoridades de defensa de la competencia, cuando sea requerido, tanto después como antes de que tuviera conocimiento de ella la CNMV, de tal forma que cuando se exige, el requisito ya visto, que a la notificación se adjunte el folleto de la oferta que debe presentarse ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁽¹⁴⁵⁾, ha de entenderse que esta exigencia sólo es efectiva cuando la notificación a las autoridades de defensa de la competencia sea posterior a que tuviera conocimiento de la oferta la

(143) Art. 9.1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. FOLGUERA, J., VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, cit., pp. 305 y 306.

(144) Art. 9.3.a) de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. Vid. MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., pp. 436 y 437. DE CARDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 151. FOLGUERA, J., VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, cit., pp. 306 y 307. Señalan estos dos últimos autores que la obligación de notificar a las autoridades concurrenciales en el plazo máximo de 5 días desde la fecha en que se presente la solicitud de autorización de la OPA a la CNMV es sólo aplicable si los valores cotizan en las Bolsas españolas. A las operaciones sobre valores no cotizados en Bolsas españolas se les aplica el régimen general y deben notificarse a la CNC y autorizarse antes de ejecutarse la concentración, es decir, antes de adquirir los valores y ejercer el derecho de voto. Por otro lado, consideran que no ha sido frecuente notificar la operación desde el mismo momento en que existe un acuerdo o proyecto de concentración, por motivos de confidencialidad en este tipo de operaciones, en cuanto que el hecho de la notificación es público (se informa en la web de la Comisión Nacional de la Competencia) y puede constituir un hecho relevante que debería ser objeto de comunicación a la CNMV, de acuerdo con el art. 82 de la LMV. No obstante, continúan estos dos autores, la reciente modificación de la normativa sobre OPAs, que admite la figura de la “OPA *a posteriori*”, puede hacer variar esta tendencia, al hacerse pública la operación después de adquirir los valores y antes de solicitar a la CNMV la autorización de la oferta.

(145) Sección 8.^a, letra e) del Anexo II del Reglamento de Defensa de la Competencia, sobre el “Formulario ordinario de notificación de las concentraciones económicas” y Sección 7.^a, letra e) del Anexo III del Reglamento de Defensa de la Competencia, sobre el “Formulario abreviado de notificación de las concentraciones económicas”.

CNMV⁽¹⁴⁶⁾. En relación a lo anterior, ya vimos que en el Derecho italiano se señala que la oferta pública de adquisición debe ser comunicada a la Autoridad de defensa de la competencia, al mismo tiempo (“*contestualmente*”) que se notifica a la autoridad del mercado de valores (CONSOB)⁽¹⁴⁷⁾, si bien la doctrina puntualiza que lo que se quiere decir con esa expresión es que la comunicación a la Autoridad de defensa de la competencia no debe ser anterior a la comunicación a la Autoridad del mercado y, por tanto, la comunicación a la Autoridad del mercado de valores puede ser anterior y, en este caso, esta última comunicación obligaría a realizar a continuación la comunicación a la Autoridad garante de la competencia⁽¹⁴⁸⁾.

La solución podría ser distinta, como se vio, en el Derecho francés, donde si bien no se establece plazo en concreto, se señala que es posible la notificación de simples proyectos de concentración, y si hay que notificar la oferta, desde el anuncio de la oferta pública⁽¹⁴⁹⁾. Como se señala que es **posible** notificar la oferta concentrativa a la autoridad de control desde ese momento, de lo anterior se podría deducir que se puede notificar en cualquier otro momento y, por consiguiente, puede hacerse tanto antes como después de haber sido solicitada la autorización a la autoridad del mercado de valores. De todo lo anteriormente indicado se puede deducir que, tanto en el Derecho español como en el Derecho francés, la notificación de la oferta concentrativa pudiera ser anterior o posterior a la notificación de la oferta a las autoridades del mercado de valores. Esta solución estaría en armonía con la del Derecho comunitario, en tanto que aquí la oferta, como hemos ya indicado, se ha de notificar a la autoridad de control en cuanto se haya anunciado la oferta pública de adquisición, si bien también es posible proceder a una notificación cuando las empresas afectadas hayan anunciado públicamente su intención de presentar la oferta⁽¹⁵⁰⁾. Por anuncio de la oferta, en el Derecho comunitario, hay que entender la publicación una vez autorizada la oferta, ya que cualquier publicación anterior a ésta quedaría cubierta bajo la otra posibilidad de publicar su intención de presentar la oferta. Esta interpretación nos lleva a pensar que

(146) Del art. 54.1.b) del Reglamento de Defensa de la Competencia se deduce que habrá supuestos en que no sea posible adjuntar a la notificación de la concentración el folleto de la oferta. En efecto, señala ese precepto que la notificación podrá realizarse desde que exista proyecto o acuerdo de concentración y que cuando se trate de una oferta pública de adquisición se considerará que existe proyecto o acuerdo siempre que exista acuerdo del Consejo de Administración de los oferentes y se haya anunciado públicamente su intención de presentar tal oferta.

(147) Art. 16.5 de la L. de 10 de octubre de 1990, n.º 287, donde se establecen normas para la tutela de la concurrencia y de mercado.

(148) FALCONE, G., ROTONDO, G., SCIPIONE, L., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 88. PICONE, L.G., “Le offerte pubbliche di acquisto”, cit., p. 35. Se entiende que en el Derecho italiano, la comunicación a la Autoridad del mercado que lleva consigo la obligación de comunicar la oferta a la Autoridad garante de la competencia no es, como vimos, la comunicación de la simple intención de formular la oferta, sino la misma formulación de la oferta.

(149) Art. L. 430-3, apdo. 1.º C.co. BOUT, R., BUSCHI, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., pp. 715 y 716.

(150) Art. 4.1 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

la oferta concentrativa puede notificarse antes a la autoridad de control que a la autoridad del mercado de valores o viceversa.

En el caso de que la notificación a las autoridades de defensa de la competencia fuese anterior a la formulación de la OPA, está claro que en el folleto de la oferta se haría mención de tal circunstancia como consecuencia de que deberá acreditarse ante la CNMV la correspondiente notificación (art. 26. 1 del RD OPAS), sin perjuicio de que la autoridad de control fuera comunicando sus decisiones a la autoridad del mercado de valores (CNMV) para que ésta, a su vez, se lo fuera comunicando al mercado⁽¹⁵¹⁾. Si, por el contrario, la comunicación a las autoridades de defensa de la competencia fuese posterior a la formulación de la OPA, está claro que en el folleto de la oferta que es anterior, en principio, no podría figurar tal circunstancia y en este caso, como ya se ha indicado, en el folleto sólo puede figurar la posibilidad o no de que el resultado de la oferta quede afectado por la normativa sobre defensa de la competencia y las eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente⁽¹⁵²⁾. También en este supuesto debe acreditarse la correspondiente notificación (art. 26. 1 del RD OPAS) que aparecería luego publicada como suplemento del folleto. Cuestión distinta es que no hubiera estado de más que también en este caso se hubiera impuesto a la autoridad de control que diera a conocer a la CNMV las sucesivas decisiones que fuera tomando, para que ésta informara al mercado, a los accionistas⁽¹⁵³⁾. Esta información aparecería publicada como suplemento del folleto, publicado en el mismo momento de publicarse el folleto o como documento adjunto publicado con posterioridad si el folleto ya se había publicado⁽¹⁵⁴⁾.

(151) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, cit., pp. 3379 y 3389. VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le controle”, cit., pp. 287 y 288.

(152) Cap. V a) del Anexo del RD OPAS. Vid. VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le controle”, cit., pp. 287 y 288, que considera que en el folleto también se deben indicar las actuaciones realizadas con anterioridad como peticiones que soliciten la acreditación de la no aplicación de la normativa sobre concentraciones de empresas (“demandes d’attestation négatives”) o contactos informales en curso o finalizados.

(153) Esta solución pudiera defenderse para el Derecho italiano en base al art. 16.6 de la Ley italiana de 10 de octubre de 1990, n.º 287, donde se establecen normas para la tutela de la concurrencia y del mercado. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Ofertas públicas...”, cit., pp. 3379 y 3380.

(154) Creemos que ambas cosas pueden ser posibles si la oferta es objeto de notificación como operación de concentración, ya que, por un lado, presentada la solicitud de la oferta a la CNMV, como ya hemos visto, una vez admitida a trámite, el acuerdo de autorización o denegación deberá adoptarse en un plazo de 20 días hábiles a partir de la solicitud o desde que se registren los documentos complementarios o adicionales y la publicación del primer anuncio de la oferta se realiza en el plazo máximo de 5 días hábiles desde la notificación al oferente de la autorización (arts. 21.3 y 22 del RD OPAS). Por otro lado, **el plazo máximo**, como veremos más adelante, para dictar y notificar las resoluciones del Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia, en el procedimiento de control de concentraciones, será de un mes a contar desde la recepción en forma de la notificación (art. 36.2 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia), que en el supuesto que ahora nos concierne debe hacerse, como se ha indicado, en el plazo de 5 días desde la solicitud de autorización de la oferta. Esto significa que el Consejo Nacional de la Competencia puede en un plazo inferior a un mes decidir que es compatible la operación con la normativa de concentración o, en caso contrario, iniciar la llamada segunda fase del procedimiento, cuestiones éstas que se abordarán más adelante.

En relación *a los efectos suspensivos*, con carácter general se establece que la concentración económica no podrá ejecutarse hasta que haya recaído y sea ejecutiva la autorización expresa o tácita de la Administración, salvo en el caso de levantamiento de la suspensión por el Consejo Nacional de la Competencia⁽¹⁵⁵⁾. Este efecto suspensivo de las operaciones de concentración económica en general, con una u otra formulación, está previsto en todo el Derecho comparado. Como hemos visto, en el Derecho español el efecto suspensivo se establece por ley salvo dispensa. Esta misma formulación se establece en el Derecho comunitario y en el Derecho francés pero no en el Derecho italiano, aunque la solución a que se llegue pueda ser la misma. En el Derecho comunitario, con carácter general, la notificación de la operación de concentración a la Comisión tiene un efecto suspensivo, en cuanto que no podrá ejecutarse antes de ser notificada ni hasta que haya sido declarada compatible con el mercado común, salvo que exista una dispensa de la Comisión⁽¹⁵⁶⁾. En el Derecho francés⁽¹⁵⁷⁾ también, con carácter general, la notificación de la operación de concentración tiene un efecto suspensivo salvo autorización ministerial expresa en sentido contrario. Distinta es la formulación en el Derecho italiano, donde, como ya hemos visto, no se establece por ley el efecto suspensivo, si bien se prevé la posibilidad de que la Autoridad de defensa de la competencia pueda ordenar a las empresas interesadas suspender la realización de la concentración hasta que decida sobre ella⁽¹⁵⁸⁾.

Se puede observar que en todos los ordenamientos se suspenden las operaciones de concentración con carácter general para evitar que una operación de concentración sea realizada antes de aclarar sus efectos competitivos y para evitar las dificultades de la desconcentración si la operación se realizara y luego fuera declarada incompatible con la competencia. Dicho lo anterior, se deja una válvula de escape que permite realizar la operación bajo la dispensa de las autoridades de control, lo que evita que la operación de concentración sea paralizada durante un largo período de tiempo⁽¹⁵⁹⁾.

⁽¹⁵⁵⁾ Art. 9.2 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. El art. 9.6 de la Ley 15/2007 señala lo siguiente: “*El Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia podrá acordar el levantamiento de la suspensión de la ejecución de la concentración a que se refiere el apartado 2 de este artículo, a propuesta de la Dirección de Investigación y previa solicitud motivada.*”

La resolución se dictará previa ponderación, entre otros factores, del perjuicio que causaría la suspensión de la ejecución a las empresas partícipes en la concentración y del que la ejecución de la operación causaría a la libre competencia.

El levantamiento de la suspensión de la ejecución podrá estar subordinado al cumplimiento de condiciones y obligaciones que garanticen la eficacia de la decisión que finalmente se adopte”.

Vid. también el art. 58 del Reglamento de Defensa de la Competencia. FOLGUERA, J., VIDAL, P., “De las Concentraciones Económicas”, cit., pp. 308 y 309.

⁽¹⁵⁶⁾ Art. 7 Reglamento (CE) n.º 139/2004.

⁽¹⁵⁷⁾ Art. 430-4.º C.co.

⁽¹⁵⁸⁾ Art. 17.1 de la L. de 10 de octubre de 1990, n.º 287, donde se establecen normas para la tutela de la concurrencia y el mercado.

⁽¹⁵⁹⁾ MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., pp. 395 a 397. FEDERICO PACE, L., *Derecho Europeo de la Competencia*, cit., pp. 419 y 420.

Sin embargo, en relación a la OPA el efecto suspensivo no se da o se da muy limitadamente⁽¹⁶⁰⁾, siempre que la concentración sea notificada a la Comisión Nacional de la Competencia en el plazo de 5 días desde que se presente la solicitud de autorización de la oferta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en caso de no haber sido notificada con anterioridad. La OPA puede, pues, continuar y liquidarse, pero salvo que haya habido un levantamiento de la suspensión, en principio, no podrán ejercitarse los derechos de voto, salvo que se ejerzan para salvaguardar el valor íntegro de su inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión Nacional de la Competencia⁽¹⁶¹⁾. Obviamente, esta suspensión de los derechos de voto terminará una vez que la operación se declare compatible con la normativa sobre defensa de la competencia en cualquiera de las fases del procedimiento a las que más tarde nos referiremos. Como ya dijimos en su momento, esta solución se justifica en base a que la suspensión de los derechos de voto tiene por finalidad tutelar el interés del régimen de defensa de la competencia, que no es otro que la operación de concentración no

⁽¹⁶⁰⁾ Art. 9.3 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. Con esta solución nuestra normativa se alinea con la normativa comunitaria, antes señalada, que también exceptiona el efecto suspensivo cuando de una oferta pública de valores se trata. Por el contrario, con la legislación anterior, mientras la normativa comunitaria exceptionaba el efecto suspensivo, la normativa española lo mantenía, lo cual creaba verdaderos problemas en el caso de remisión de expedientes de una normativa a otra, de unas autoridades de competencia a otras. En efecto, la suspensión de la OPA era la solución que se daba anteriormente en el art. 15.2 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, defensa de la competencia: “... Cuando la operación de concentración se materialice mediante la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores, una vez autorizada la oferta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no se publicarán los anuncios relativos a la misma ni comenzará el plazo de aceptación en tanto no recaiga la autorización expresa o presunta de la Administración. En caso de que la suspensión de la ejecución se levante en los términos establecidos en el siguiente párrafo, se estará a lo dispuesto en el artículo 37 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

El Ministro de Economía, en la resolución en la que se acuerde la remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia, podrá levantar la suspensión de la ejecución de la operación prevista en este apartado, a propuesta del Servicio de Defensa de la Competencia, y a petición del notificante, que deberá presentarse junto con la notificación. La resolución se dictará previa ponderación de los perjuicios que de la suspensión se pueda derivar para la operación, y de los que de su ejecución se puedan generar para los competidores o para la libre competencia. La resolución en que se levante la suspensión podrá supeditar su efectividad al cumplimiento de determinadas condiciones por parte del notificante...”. En el mismo sentido el art. 37.3 del ya derogado Real Decreto 1197/1991 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores: “En el supuesto de que no se levante la suspensión de la operación de concentración, iniciado el procedimiento ante los órganos de defensa de la competencia, no se publicarán los anuncios previstos en el artículo 18 ni comenzará el plazo de aceptación en tanto no recaiga la autorización expresa o tácita de la Administración”. Esta solución y su discrepancia con la del Derecho comunitario no dejó de ser denunciada por la doctrina, vid. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Libro Homenaje al Profesor Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 3040 y 3041. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., pp. 95 y 96.

⁽¹⁶¹⁾ Aquí se prohíbe el ejercicio de los derechos de voto y no el ejercicio de todos los derechos políticos como sucede cuando se adquiere una participación significativa sin la preceptiva oferta pública. En efecto, el art. 60.3 de la LMV señala: “Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la

surta efectos hasta que la autoridad de control de concentraciones la haya declarado compatible con la competencia. Por tanto, en buena lógica, la suspensión ha de perdu-

sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título VIII de esta Ley. Esta prohibición será también aplicable a los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y a aquellos que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.

A los efectos de este apartado se entenderá que incumple la obligación de formular una oferta pública de adquisición quien no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales.

Serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos con arreglo a lo dispuesto en el presente apartado. La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento del acuerdo, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá impugnar los acuerdos del Consejo de Administración de la sociedad cotizada, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento de los mismos”.

Ese precepto se desarrolla por el art. 27 del RD OPAS:

“Artículo 27. *Suspensión de derechos políticos.*

1. *Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 60.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, de ninguno de los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y de los valores que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.*

A tales efectos se consideran como derechos políticos derivados de los valores los siguientes: el derecho de asistir y votar en las Juntas y Asambleas Generales; el derecho de información; el derecho de suscripción preferente; el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que éstos sean contrarios a la Ley; y, en general, todos aquéllos que no tengan un contenido exclusivamente económico.

2. *Sólo podrán recuperarse los derechos políticos suspendidos de acuerdo con lo dispuesto en el apartado anterior mediante la formulación de una oferta pública de adquisición sobre la totalidad de los valores de la sociedad, en la que el precio se fije con arreglo a lo dispuesto en el artículo 10, o mediante la obtención del consentimiento unánime del resto de los titulares de los valores, manifestado individualmente.*

3. *La mera reventa de los valores alcanzados con infracción del deber de formular una oferta pública de adquisición no impedirá la aplicación de las sanciones administrativas correspondientes ni permitirá ejercitar los derechos políticos de los valores poseídos y que no hubieran sido enajenados. El adquirente de los valores objeto de reventa sólo podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes a aquéllos en el supuesto de que el adquirente no mantenga con el transmitente ninguno de los vínculos contemplados en los artículos 5 y 6 del presente Real Decreto”.*

Finalmente, también se refiere a la prohibición del ejercicio de los derechos políticos el art. 32.2 del RD OPAS: “*En el caso de una oferta obligatoria, mientras la oferta no sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el oferente y quienes actúen en concierto con él no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta, ni designar, directa o indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada*”. Sobre la prohibición del ejercicio de los derechos políticos por el incumplimiento de la obligación de formular una OPA, vid. ZURITA Y SAÉNZ DE NAVARRETE, J., “Diez años de vigencia del Real Decreto...”, cit., p. 3084. GUERRA MARTÍN, G., “Comentarios al Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores: La transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAS (El Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley de Mercado de Valores)”, en *RdS*, 2006-2, 27, p. 170. SALA I ANDRÉS, A.M., *Las OPAS obligatorias ordinarias*, Barcelona, 2000, pp. 353 y ss., señala que se exige no sólo la suspensión del derecho de voto, medio principal de ejercer el control, sino también de todos los derechos políticos, ya que son otras vías por las que se puede ejercer o reforzar ese control.

rar hasta que se declare tal compatibilidad, salvo que, como hemos visto, exista una dispensa de la suspensión de los derechos de voto por parte de la Comisión Nacional de la Competencia, cosa que, consideramos, se puede solicitar en cualquier momento.

La anterior solución de no suspensión de la tramitación de la OPA notificada a la autoridad de defensa de la competencia se observa con carácter general en el Derecho comparado, si bien el alcance de esa no suspensión no es siempre el mismo. Como ya hemos indicado, el nuevo Derecho español acoge la solución del Derecho comunitario, desapareciendo la divergencia existente hasta ese momento, reiteradamente denunciada. En efecto, en el Derecho comunitario⁽¹⁶²⁾ la suspensión aplicable con carácter general no rige en las operaciones de concentración realizadas mediante ofertas públicas de adquisición de valores, siempre que la concentración sea notificada sin demora a la Comisión y el comprador no ejerza los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión o solo los ejerza para salvaguardar el valor íntegro de la inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión, fórmula esta última que ha sido trasladada íntegramente al Derecho español y que echamos de menos en los otros ordenamientos de Derecho comparado que aquí citamos. En el Derecho italiano, en principio, se da la misma solución que en el Derecho español, ya que el efecto suspensivo no se da en el caso de una concentración económica ligada a una oferta pública de adquisición que haya sido comunicada a la Autoridad garante de la competencia, siempre que el adquirente no ejercite los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión⁽¹⁶³⁾. Por el contrario, en el Derecho francés, los efectos que derivan de esa suspensión van a ser distintos. La notificación a las autoridades de control tampoco paraliza la tramitación de la oferta pública, siendo válidas las transmisiones de títulos realizadas a través de dicho procedimiento pero con la particularidad de que aquí quedan suspendidos todos los derechos derivados de esas acciones y no sólo el derecho de voto, hasta que la autoridad de control considere compatible la operación con la competencia⁽¹⁶⁴⁾.

Por consiguiente, en el Derecho español, en principio, al contrario de lo que sucede en el Derecho francés, donde se suspenden todos los derechos de las acciones⁽¹⁶⁵⁾, y al igual que sucede en el Derecho italiano y comunitario, se suspenden sólo los derechos de voto, salvo que, al igual que en el Derecho comunitario, los derechos de voto se ejerzan para salvaguardar el valor íntegro de la inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión Nacional de la Competencia. Para conceder tal dispensa la Comisión Nacional de la Competencia tendrá en cuenta, entre otros factores, los efectos de la suspensión tanto para la sociedad oferente como para la

(162) Arts. 7.2 y 3 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

(163) Art. 17.2 de la Ley 287/1990, sobre tutela de la concurrencia y del mercado.

(164) Art. 6.º del Decreto n.º 2002-689, de 30 de abril de 2002.

(165) BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETTO, S., *Lamy. Droit Économique*, cit., p. 717, señalan que la DGCCRF considera que la suspensión solo afecta a los derechos de voto, aunque los autores parece que, en consonancia con la normativa, extienden la suspensión a todos los derechos vinculados a los títulos.

afectada por la concentración o para un tercero, así como la amenaza que la concentración represente para la competencia⁽¹⁶⁶⁾. En base a todo lo anterior, podría conceder tal dispensa para ejercitar los derechos de voto cuando se pretendan adoptar medidas que vengán a reducir el valor de la empresa objeto de la OPA o cualquier otro tipo de decisión que pueda frustrar o perjudicar el éxito de la OPA, cuando tales medidas vayan a ser tomadas por los accionistas minoritarios o por el equipo de gestión de la sociedad objeto de la oferta⁽¹⁶⁷⁾. Por otro lado, tal dispensa, como se señala expresamente en el Derecho comunitario⁽¹⁶⁸⁾, podrá ir acompañada de condiciones y obligaciones destinadas a garantizar las condiciones de una competencia efectiva y, en este sentido, se podrá limitar el ejercicio de los derechos de voto a ciertas asambleas generales o a ciertas materias⁽¹⁶⁹⁾.

Lo primero que hay que destacar, como ya se ha puesto de manifiesto, es que se suspenden los derechos de voto y no los políticos como sucede en el caso de que se adquiriera una participación significativa incumpliendo la obligación de formular una OPA. No se comprende muy bien por qué la solución de prohibir no afecta a todos los derechos políticos, pues si el fin pretendido es privar del ejercicio del control, éste no sólo se ejerce mediante el derecho de voto, sino también a través de los demás derechos políticos, con los que se puede ejercer o reforzar ese control⁽¹⁷⁰⁾. En cualquier caso, las acciones que tengan suspendidos los derechos de voto tampoco podrán conta-

⁽¹⁶⁶⁾ Al igual que se establece para la Comisión en el art. 7.3 del Reglamento (CE) 139/2004, esta dispensa debe venir precedida de una solicitud motivada, realizada en cualquier momento, y al pronunciarse al respecto, la Comisión Nacional de la Competencia tendrá en cuenta entre otros factores, los efectos de la suspensión para una o varias empresas afectadas por la concentración o para un tercero, así como la amenaza que la concentración represente para la competencia. Tal dispensa, como se señala expresamente en el Derecho comunitario, podrá ir acompañada de condiciones y obligaciones destinadas a garantizar las condiciones de una competencia efectiva. Vid. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 154. GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations...”, cit., p. 554.

⁽¹⁶⁷⁾ GONZÁLEZ DÍAZ, E., “La aplicabilidad del Reglamento 4064/1989...”, cit., pp. 298 y 299.

⁽¹⁶⁸⁾ Art. 7.3 del Reglamento (CE) 139/2004.

⁽¹⁶⁹⁾ GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations...”, cit., p. 554. GONZÁLEZ DÍAZ, E., “La aplicabilidad del Reglamento 4064/1989...”, cit., p. 299.

⁽¹⁷⁰⁾ SALA I ANDRÉS, A.M., “Las OPAS obligatorias ordinarias”, cit., p. 355. DEL CAÑO PALOP, J.R., “Suspensión de derechos políticos”, en *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*, dir. por Fernando Sánchez Calero. Vol. II., *Artículos 21 al 41*, Madrid, 1993, pp. 749 y ss. y 770, examina el resto de los derechos políticos, distintos al derecho de voto, que inciden en el control societario.

No obstante, la suspensión de los derechos políticos pudiera ser admisible aun cuando la oferta no se hubiera condicionado, si entendemos aplicable con carácter general, y con el alcance que se establece, lo dispuesto en el art. 26.1, párrafo. 3, RD OPAS: “En el caso de ofertas obligatorias y en tanto no haya recaído la correspondiente resolución, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta”.

bilizarse para calcular el quórum de asistencia, ya que el art. 103.1 de la LSA establece el quórum por referencia a las acciones que tengan derecho de voto⁽¹⁷¹⁾.

Se plantea, en segundo lugar, el alcance de esa suspensión. Por un lado, al igual que sucede cuando se adquiere una participación significativa sin la preceptiva oferta pública, la prohibición del ejercicio de los derechos de voto será aplicable tanto a las acciones adquiridas directamente como a las poseídas indirectamente y a aquellas que correspondan a quienes actúan concertadamente con él (personas interpuestas, grupo de entidades al que pertenezca el adquirente...). Se podría pensar que la suspensión de los derechos de voto es una medida objetiva vinculada a las acciones más que a su titular, y entender que tal suspensión del ejercicio de los derechos de voto alcanzaría también a quien los adquiriera posteriormente a través de una reventa, salvando la posición del tercer adquirente de buena fe. Sin embargo, parece que la prohibición de ejercer los derechos de voto está vinculada al oferente titular de las acciones, puesto que la cesión de los títulos a un tercero, nos podría situar fuera del control de concentraciones económicas⁽¹⁷²⁾.

Por otro lado, aunque el art. 9.3 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, se refiere a la suspensión de “*los derechos de voto inherentes a los valores en cuestión*” y los valores en cuestión serían los adquiridos mediante la oferta pública de adquisición a que se refiere ese precepto, creemos no obstante que la suspensión de los derechos de voto afectaría a todas las acciones que sobrepasen el umbral que dé lugar a una concentración económica, ya que el fin de la norma está precisamente en deshacer ese control hasta que no haya una declaración de compatibilidad dada por los órganos de defensa de la competencia. En esa suspensión es indiferente que las acciones se hayan adquirido antes o después de la formulación de la

(171) GUNTHER, J., Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations”, pp. 554 y 555, consideran que las acciones suspendidas de los derechos de voto no pueden ser tomadas en cuenta para el cálculo del quórum y que, en cualquier caso, tanto esta solución como la de permitir que sean contabilizadas para el cálculo del quórum pueden abocar a una paralización del funcionamiento de la sociedad, lo que puede plantear la cuestión de si un accionista podría solicitar el nombramiento de un administrador provisional. Una solución distinta, entendiendo que la suspensión no alcanza a la posibilidad de participar en el cálculo del quórum de las asambleas, proponía DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 154. En relación a un supuesto distinto, la suspensión de los derechos políticos, por el incumplimiento de la obligación de formular una OPA cuando se adquiere una participación significativa, DEL CAÑO PALOP, J.R., “Suspensión de los derechos políticos”, cit., pp. 749 y ss. y 770, considera que tampoco parece posible entender que el capital que representan esas acciones no se computa a efectos del quórum, en otras palabras, entender que se ha operado una especie de reducción de capital, puesto que esto, aunque pudiera beneficiar a otros accionistas, al aumentar su participación, también podría beneficiar al adquirente irregular, ya que también elevaría su participación regularmente adquirida.

(172) GUNTHER, J.Ph., BRANDORD GRIFFITH, H., “Contrôle des concentrations...”, cit., p. 555. Vid. también en otro contexto distinto, DEL CAÑO PALOP, J.R., “Suspensión de derechos políticos...”, cit., pp. 768 y 769.

oferta pública de adquisición de acciones⁽¹⁷³⁾. Es evidente que si las acciones que se han adquirido con posterioridad al lanzamiento de la oferta pública no permiten ejercer el control, la suspensión de los derechos políticos tendría también que afectar a las acciones adquiridas anteriormente, en la cuantía necesaria para que la suma con las adquiridas posteriormente evitara el control económico de la sociedad afectada, que es precisamente lo que se quiere evitar⁽¹⁷⁴⁾. Las acciones adquiridas anteriormente que no fueran necesarias para calcular el límite del umbral que no se puede traspasar quedarían excluidas y no les afectaría la suspensión de los derechos de voto.

Cuestión distinta es si la suspensión de los derechos de voto afecta a todas las acciones adquiridas posteriormente al lanzamiento de la OPA o sólo, en su caso, al número de acciones que den el control económico de la sociedad afectada, quedando el resto de las acciones excluidas de la suspensión del derecho de voto aunque se hubieran adquirido con posterioridad al lanzamiento de la OPA. Creemos que la normativa sobre concentración que estamos examinando no distingue y, en consecuencia, ha de quedar suspendido el ejercicio del derecho de voto de todas las acciones adquiridas con posterioridad al lanzamiento de la OPA, si bien la finalidad perseguida (no ejercicio del control) se podría alcanzar suspendiendo sólo el ejercicio de los derechos de voto de las acciones necesarias para la adquisición del control económico⁽¹⁷⁵⁾. Finalmente, en tercer lugar, hay que ver si el incumplimiento de tal suspensión afecta a los acuerdos sociales tomados en base a esos derechos de voto suspendidos. La duda es

⁽¹⁷³⁾ Creemos que es aplicable aquí la argumentación que se realiza en otro contexto. Vid. SALA I ANDRÉS, A.M., *Las OPAS obligatorias ordinarias*, cit., p. 356, en relación a la suspensión de los derechos políticos en el caso de incumplimiento de la obligación de lanzar una OPA, señala que la solución según la cual las acciones que se habían adquirido anteriormente a la formulación de la OPA no se verían afectadas por esta sanción no es compartida unánimemente, ya que se considera que cuando la toma de control ha tenido lugar mediante una sucesión de adquisiciones no sólo deberán suspenderse los derechos políticos de las acciones que integran el último acto de adquisición sino también de las acciones que se han adquirido anteriormente con esa finalidad y dentro de un período breve de tiempo.

⁽¹⁷⁴⁾ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La suspensión de los derechos políticos por infracción del régimen de OPAS”, *La Ley*, 2000, D-628, pp. 1516 y 1517. Id., “Limitación del voto...”, cit., pp. 218 a 220. En un contexto diferente, de adquisición de participación significativa sin formulación de una OPA, entiende que debe extenderse la suspensión de los derechos políticos a las adquisiciones efectuadas con anterioridad a la superación del umbral si responden a un propósito formado de obtener una participación de control de la sociedad afectada. La solución que se mantiene en el texto creemos que resolvería la problemática planteada en el supuesto de adquisición de participación significativa sin formular una OPA (que creemos también de aplicación en nuestro caso), por DEL CAÑO PALOP, J.R., “Suspensión de derechos políticos...”, cit., p. 772. Se refiere el autor al caso extremo en el que aun teniendo suspendidos los derechos políticos y como consecuencia de la “eliminación” de parte del capital social, se adquiere efectivamente el control de la sociedad. El autor pone el ejemplo de un adquirente irregular que parte de una posición legítima del 24% y adquiere, en una o varias veces, un 53% o más; en tal caso, sólo quedaría “libre” un 23%, con lo que dicho adquirente tendría mayoría absoluta en las juntas generales que se celebrasen, o cuando la sociedad tenga un elevado número de socios “pasivos” que no asisten a las juntas generales ni otorgan a nadie su representación, puesto que unida esa participación a la que queda inutilizada puede determinar una posición mayoritaria del adquirente irregular, por la parte de su participación regularmente adquirida.

⁽¹⁷⁵⁾ La solución de no suspender el ejercicio de los derechos de voto de las acciones adquiridas después del lanzamiento de la OPA que quedaran fuera del umbral requerido para dar el control económico creemos que sería la más congruente con los fines de la norma y evitaría un trato discriminatorio

si, como sucede en el caso de incumplimiento de la obligación de presentación de la OPA, son nulos y se pueden impugnar los acuerdos sociales adoptados computando los valores cuyos derechos de voto hubieran sido suspendidos o, por el contrario, esos acuerdos sociales se consideran válidos, con independencia de que se puedan establecer las correspondientes sanciones. A este respecto se ha señalado que, en este caso, la normativa sobre defensa de la competencia, que es donde se establece la suspensión de los derechos de voto, no puede afectar a la normativa societaria y, por consiguiente, los acuerdos han de considerarse válidos, a pesar de ser obtenidos en base a los derechos de voto procedentes de acciones que los tienen suspendidos⁽¹⁷⁶⁾. Posiblemente sea más acertado pensar en la nulidad del acuerdo, por ser contrario a lo dispuesto en la Ley de Defensa de la Competencia⁽¹⁷⁷⁾.

C) Decisión de las Autoridades de Defensa de la Competencia

Deciden la Comisión Nacional de la Competencia y el Gobierno. La Ley refuerza la participación de la Comisión Nacional de la Competencia en el control de concentraciones y limita el papel del Gobierno⁽¹⁷⁸⁾.

El procedimiento de control de las concentraciones económicas consta de dos fases⁽¹⁷⁹⁾.

En *la primera fase*, que durará un máximo de un mes, se analizarán y aprobarán las operaciones que no planteen problemas de competencia. El Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia dictará resolución sobre la base del informe y la propuesta de resolución de la Dirección de Investigación. Podrá acordar el archivo de las actuaciones, la remisión de la concentración a la Comisión Europea, autorizar la concentración, subordinar su autorización al cumplimiento de determinados compromisos o acordar iniciar la segunda fase del procedimiento, cuando considere que la concentración puede obstaculizar el mantenimiento de la competencia efectiva en todo o parte del mercado nacional.

entre personas que adquieren en un solo acto y personas que adquieren en actos sucesivos. Vid. SALA I ANDRÉS, A.M., *Las OPAS obligatorias ordinarias*, cit., p. 357, refiriéndose, en un contexto distinto, a la suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas incumpliendo la obligación de lanzamiento de la oferta pública de adquisición de valores.

⁽¹⁷⁶⁾ VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le controle...”, cit., p. 303.

⁽¹⁷⁷⁾ Recordemos lo que establece el art. 6.º 3 del C.c.: “*Los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención*”. Vid. para un supuesto distinto GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Limitación del voto...”, cit., pp. 195 y ss. No tendría mucho sentido pensar que en este caso no fuera nulo el acuerdo, mientras que sí lo fuera cuando se alcanza, en el caso de oferta obligatoria, contraviniendo la suspensión de los derechos políticos, en los términos que se establecen en el art. 26.1, párrafo 3.º del RD OPAS, sólo porque aquí la suspensión se estableciera en una norma del mercado de valores y no en una norma de defensa de la competencia.

⁽¹⁷⁸⁾ Punto II del Preámbulo de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

⁽¹⁷⁹⁾ Arts. 57 y ss. de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

En *la segunda fase* se realizará un análisis más detallado de la operación, con la participación de terceros interesados. Recibida la propuesta de resolución definitiva de la Dirección de Investigación, el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia adoptará la decisión final mediante resolución en la que podrá acordar el archivo de las actuaciones, autorizar la concentración, subordinar la autorización de la concentración al cumplimiento de determinados compromisos o condiciones o prohibir la concentración.

Posteriormente podríamos decir que hay *una tercera fase*, no prevista como tal explícitamente por la ley. Esto tiene lugar, cuando la resolución dada por el Consejo Nacional de la Competencia en la segunda fase consiste en prohibir una concentración o subordinarla al cumplimiento de compromisos o condiciones, si el Ministro de Economía y Hacienda, por razones de interés general, resuelve elevar la concentración al Consejo de Ministros en el plazo establecido para ello (15 días). En este caso, el Consejo de Ministros podrá, en el plazo máximo de un mes desde la elevación del expediente, acordar autorizar la concentración, con o sin condiciones, motivando el acuerdo en razones de interés general distintas de la defensa de la competencia o confirmar de forma expresa o tácita (por transcurso de los plazos establecidos) la resolución dictada por el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia, en cuyo caso se entiende que se ha subordinado la autorización de la concentración a compromisos o condiciones o se ha prohibido la concentración.

En definitiva, si se autoriza la concentración, cualquiera que sea la instancia, se autoriza la realización de la concentración si aún no se había realizado, o bien se declara que la concentración ya realizada podrá producir sus plenos y enteros efectos y, por tanto, desaparecen a partir de ese momento los efectos suspensivos de los derechos de voto que pudieran existir⁽¹⁸⁰⁾.

Si se autoriza la concentración sometiéndola a compromisos o condiciones, a ellos hay que atender. En este supuesto, por ejemplo, la suspensión del ejercicio del derecho de voto puede desaparecer pero se puede limitar el ejercicio de los derechos de voto a ciertas asambleas o materias⁽¹⁸¹⁾.

Finalmente, si se prohíbe la concentración por el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia y, en su caso, esa prohibición es confirmada por el Consejo de Ministros, habrá que ver qué efectos tiene esa decisión prohibitiva. Si la concentración vinculada a la OPA no se hubiera producido, el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia podrá "*Ordenar que no se proceda a la misma, cuando la concentración no se hubiera ejecutado*"⁽¹⁸²⁾. Si no da tal orden, si la OPA no estaba condicionada al plácet de las autoridades de control, la paralización de la concentración no sería posi-

⁽¹⁸⁰⁾ MIRANDA SERRANO, L.M., *Las concentraciones económicas...*, cit., p. 443. También, en su caso, desaparece, en el caso de ofertas obligatorias, la suspensión de los derechos políticos (art. 26.1 párrafo 3.º del RD OPAS).

⁽¹⁸¹⁾ ALONSO UREBA, A., Comentarios a los arts. 37 y 38, cit., p. 702.

⁽¹⁸²⁾ Art. 60.4.b) 1.º de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

ble, para no perjudicar los derechos o expectativas de los accionistas afectados y, en definitiva, los intereses del mercado de valores, si bien posteriormente el oferente tendría que realizar las medidas de desconcentración que, en su caso, se le ordenaren⁽¹⁸³⁾. Lógicamente si la decisión por la que se prohíbe la concentración tiene lugar una vez realizada la OPA, se pueden instar por parte del Consejo las medidas apropiadas para el restablecimiento de una competencia efectiva, incluida la desconcentración⁽¹⁸⁴⁾. Particularmente, mediante la enajenación de las acciones adquiridas o mediante cualquier otra medida adecuada para disolver la concentración. Si esa desconcentración se realiza mediante la enajenación de las acciones adquiridas, la Comisión Nacional de la Competencia puede exigir la enajenación de todas las acciones pero también podrá obligar al oferente a enajenar sólo el porcentaje de acciones que suponga una desconcentración por pérdida de control. La solución que acabamos de proponer es la que se defiende para el Derecho comunitario a pesar de que en el Reglamento comunitario de concentraciones se dice que la Comisión puede exigir la enajenación de todas las acciones⁽¹⁸⁵⁾.

Al igual que, como ya vimos, sucede en el Derecho comunitario⁽¹⁸⁶⁾, se ha de entender que la decisión de proceder a la desconcentración no es obligatoria sino facultativa y, en su caso, se toma bien en la misma decisión en que se declara incompa-

(183) Cosa distinta es si en este caso el oferente puede desistir de la oferta, aun cuando ésta no estuviera condicionada al pláacet de las autoridades de defensa de la competencia. Podría pensarse que ello sería posible en base a lo dispuesto en el art. 33.1.c) y 2.a) del RD OPAS, al señalar que el oferente, de una oferta voluntaria u obligatoria, podrá desistir de ella “*Cuando por circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”. Si esto fuera posible, como veremos más adelante, una vez publicado el desistimiento de la oferta quedarían ineficaces las aceptaciones que se hubieren presentado, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación (art. 33.5 RD OPAS). En relación a esta cuestión, vid. LAURENT-BELLUE, B., BOURGEOIS, F., “*Les cessions de bloc de contrôle...*”, cit., p. 745, que se refieren al supuesto en que la autoridad de la competencia no autoriza la operación de concentración previa al lanzamiento de una OPA obligatoria y las consecuencias que esto tendría en relación con la OPA subsiguiente. Parece que la OPA seguiría si no estaba condicionada, pero como seguramente carecería de sentido, cabría pensar en la posibilidad de desistimiento, alegando que la oferta no puede realizarse o resulta manifiesta su inviabilidad.

(184) Art. 60.4.b) 2.º de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. Evidentemente, como ya hemos visto en el Derecho comunitario, también se puede llevar a cabo la desconcentración en otros casos, por ejemplo cuando no se ha realizado la notificación de la operación de concentración a la Comisión Nacional de la Competencia, o cuando se ha autorizado por la autoridad de defensa de la competencia la operación de concentración, pero sujeta a condiciones que luego no se han cumplido. Vid. ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38..., cit., pp. 694 y 695. GONZÁLEZ DÍAZ, F.E., CARPÍ BADÍA, J.M., “*La noción de concentración económica y la evolución de sus efectos en los ordenamientos comunitario y español*”, cit., pp. 728 y 729. FEDERICO PACE, L., *Derecho europeo de la competencia...*, cit., pp. 415 a 417.

(185) Art. 8.4 del Reglamento (CE) 139/2004. ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., p. 702. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., pp. 156 y 157.

(186) Art. 8.4 último párrafo, del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

tible la operación con la competencia efectiva en el mercado o bien mediante una decisión aparte.

Por consiguiente, la operación de concentración ya realizada no es nula⁽¹⁸⁷⁾. Por eso la desconcentración no es obligatoria sino una mera facultad y puede consistir en la enajenación obligatoria de acciones o títulos convertibles⁽¹⁸⁸⁾. Lo anterior puede provocar que al devolver al mercado una gran cantidad de títulos pueda producirse una depreciación de la cotización. Por eso se ha pedido recabar previamente el parecer de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las cautelas a introducir en la práctica de la referida desconcentración en interés del inversor y para el mejor funcionamiento del mercado de valores⁽¹⁸⁹⁾.

En cualquier caso no quedan afectadas las transmisiones de acciones ya realizadas en el marco de la oferta pública de adquisición de acciones por los perjuicios que se podían ocasionar a los vendedores de buena fe y por su incompatibilidad funcional con el mercado de valores, haciendo prevalecer el interés privado de los accionistas aceptantes de la OPA sobre el interés público de cortar de antemano concentraciones inadecuadas⁽¹⁹⁰⁾. En el Derecho español, esta solución se deduce de la no aplicación de la suspensión de la operación de concentración, que rige, con carácter general, al

(187) SORIANO GARCÍA, J.E., *Derecho público de la competencia*, cit., p. 593.

(188) ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., pp. 704 y 705, recalca que la desconcentración no es una obligación sino una mera facultad, de manera que la declaración de incompatibilidad o improcedencia de la operación no implica necesariamente la adopción de medidas de desconcentración.

(189) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Ofertas públicas...", cit., pp. 3379, 3388. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 150. Para el supuesto distinto de incumplimiento de la obligación de formular una OPA, vid. DEL CAÑO PALOP, J.R., "Suspensión de los derechos políticos...", cit., p. 772.

(190) ANÍBAL SÁNCHEZ, A., "Ofertas públicas...", cit., p. 3382. Vid. también, ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., p. 705. SALA I ANDRÉS, A.M., *Las OPAS obligatorias ordinarias*, cit., p. 353. DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, cit., p. 149, considera que la resolución de las múltiples compraventas y/o permutas sólo puede defenderse si la OPA está sometida a condición, cuestión que abordaremos más adelante. DEL CAÑO PALOP, J.R., "Suspensión de los derechos políticos...", cit., pp. 735 y 736, refiriéndose a un supuesto distinto, el incumplimiento de la obligación de lanzar una OPA, entiende que no se declaran nulas las adquisiciones de participaciones significativas sin promover una OPA, solución que se considera acertada, ya que los problemas que se resolverían con la declaración de nulidad de la adquisición (se evitaría que el adquirente irregular obtuviera la condición de socio y el control social) no compensarían los que se originarían con tal medida, que perturbaría gravemente la seguridad del tráfico y podría perjudicar a vendedores de buena fe que ignorasen que el adquirente de los valores estaba pretendiendo eludir su obligación de presentar una OPA. Termina señalando el autor que se ha seguido una solución similar a la que se prevé en otros supuestos societarios, como en el caso de la adquisición por la sociedad de sus propias acciones. En el mismo sentido, también refiriéndose al supuesto del incumplimiento de la obligación de formular una OPA, vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "La suspensión de los derechos políticos...", cit., p. 512. Finalmente, en relación al mismo supuesto vid. ZURITA Y SAÉNZ DE NAVARRETE, J., "Diez años de vigencia del Real Decreto...", cit., p. 3084, quien señala que no se ha considerado adecuada la nulidad de las transmisiones por las consecuencias que ello podía tener para terceros desconocedores de la identidad y propósitos del adquirente y la incompatibilidad funcional con el mecanismo de las transacciones en el mercado de valores.

supuesto de oferta pública de adquisición de acciones⁽¹⁹¹⁾. Más explícito es el Derecho francés, que expresamente señala que los efectos suspensivos de la operación afectan sólo a los derechos vinculados a los títulos pero no a su transmisión al oferente, que es válida aun en ausencia de decisión de compatibilidad con la concurrencia⁽¹⁹²⁾. Por otra parte, creemos que en el Derecho español, al igual que, como ya vimos, se ha defendido para el Derecho francés⁽¹⁹³⁾, se aplica la norma que rige para las ofertas públicas de adquisición de valores, en cuanto a validez de las transmisiones de acciones realizadas aun sin decisión de las autoridades de la concurrencia, a las adquisiciones realizadas en una operación de concentración previa, que forme un conjunto indisociable con la OPA subsiguiente.

D) Los plazos del procedimiento de concentración económica y los plazos del procedimiento de la oferta pública de adquisición de valores

En el análisis de la normativa sobre concentraciones económicas del Derecho español partimos de que la decisión de las autoridades de la competencia se puede producir antes o después de la finalización de la oferta pública de adquisición de acciones.

Normalmente, pero no necesariamente, será anterior cuando la decisión tenga lugar en la primera fase y será posterior cuando tenga lugar en la segunda fase o provenga del Consejo de Ministros. El momento en que recae la decisión de las autoridades de defensa de la competencia dependerá también de otras variables como la fecha en que se lleva a cabo la notificación de la operación de concentración a la Comisión Nacional de la Competencia, lo cual, a su vez, dependerá de que se notifique la oferta en sí o la operación de concentración previa a la oferta y a que los plazos en principio establecidos tanto en el procedimiento de control de la concentración económica y el plazo de aceptación de la OPA puedan sufrir modificaciones, como consecuencia de diferentes suspensiones y prórrogas.

Lo anterior se deriva del examen de los plazos previstos en el procedimiento de concentración y de los plazos previstos en el procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones, teniendo en cuenta también sus posibles prórrogas o ampliaciones, así como sus eventuales suspensiones.

Teniendo en cuenta que los plazos del procedimiento de oferta pública de adquisición de valores ya fueron examinados al tratar esta misma cuestión en el Derecho

(191) Art. 9.2 y 3 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

(192) Art. 6 del Decreto n.º 2002-689. Vid. VILMART, Ch., FOURGOUX, J.L., “Le nouveau contrôle des concentrations...”, cit., pp. 117 y 118. FERRIER, D., FERRÉ, D., “Droit du contrôle national des concentrations”, cit., p. 117. BOUT, R., BRUSCHI, M., LUBY, M., POILLOT-PERUZZETO, S., *Lamy. Droit Economique...*, cit., p. 717.

(193) LAURENT-BELLUE, B., BOURGEOIS F., “Les cessions de bloc de contrôle...”, cit., pp. 742 y 743.

comunitario, veamos someramente los plazos previstos en el Derecho español en el procedimiento de control de las concentraciones económicas⁽¹⁹⁴⁾.

El plazo máximo para dictar y notificar las resoluciones del Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia en el procedimiento de control de concentraciones será de un mes en la primera fase a contar desde la recepción en forma de la notificación por la Comisión Nacional de la Competencia y de dos meses en la segunda fase, a contar desde la fecha en que el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia acuerda la apertura de la segunda fase⁽¹⁹⁵⁾.

El plazo máximo para dictar y notificar la resolución del Ministro de Economía y Hacienda sobre la intervención del Consejo de Ministros será de 15 días, contados desde la recepción de la correspondiente resolución dictada en segunda fase por el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia⁽¹⁹⁶⁾.

El plazo máximo para adoptar y notificar un acuerdo del Consejo de Ministros en el procedimiento de control de concentraciones será de un mes contado desde la resolución del Ministro de Economía y Hacienda de elevar la operación al Consejo de Ministros⁽¹⁹⁷⁾.

Los plazos máximos previstos legalmente para resolver un procedimiento *se podrán suspender* mediante resolución motivada en una serie de supuestos: subsanación de deficiencias, aportación de documentos, cuando sea necesaria la cooperación y coordinación con la Unión Europea o con las Autoridades Nacionales de la Competencia, cuando se interpongan recursos, para practicar pruebas o realizar actuaciones complementarias, en el cambio en la calificación jurídica de la cuestión o cuando se inicien negociaciones con vistas a la conclusión de un acuerdo de terminación convencional⁽¹⁹⁸⁾.

En todo caso, *se acordará la suspensión* del plazo máximo para resolver los procedimientos: cuando la Comisión Europea haya incoado un procedimiento de aplicación de los arts. 81 y 82 del TCE, cuando la Comisión Nacional de la Competencia requiera a los notificantes, para la subsanación de deficiencias, la aportación de documentos y otros elementos de juicio necesarios, cuando se informe a la Comisión Europea con respecto a una propuesta de resolución en aplicación de los arts. 81 y 82 del TCE y cuando se solicite el informe de los reguladores sectoriales; en este último caso, el plazo de suspensión no podrá exceder en ningún caso de tres meses⁽¹⁹⁹⁾.

(194) EUGENIO SORIANO, J., *La defensa de la competencia en España*, Iustel, Madrid, 2007, pp. 166 y 171.

(195) Art. 36.2 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

(196) Art. 36.3 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

(197) Art. 36.4 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

(198) Art. 37.1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

(199) Art. 37.2 y 3 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia y art. 63 del Reglamento de Defensa de la Competencia. Vid. EUGENIO SORIANO, J., *La defensa de la competencia en España*, cit., p. 170. Presta atención al art. 37.3 de la LDC: “*La suspensión de los plazos máximos de resolución no suspenderá necesariamente la tramitación del procedimiento*”.

Finalmente, de forma excepcional, podrá acordarse *la ampliación del plazo máximo de resolución* mediante motivación clara de las circunstancias concurrentes. En el caso de acordarse la ampliación del plazo máximo ésta no podrá ser superior al establecido para la tramitación del procedimiento⁽²⁰⁰⁾. Por otra parte, cuando se propongan compromisos para resolver los obstáculos al mantenimiento de la competencia efectiva, el plazo máximo para resolver y notificar el procedimiento se ampliará en 10 días en la primera fase y 15 días en la segunda fase⁽²⁰¹⁾.

VI. OFERTAS CONDICIONADAS A LA CORRESPONDIENTE AUTORIZACIÓN O NO OPOSICIÓN DE LAS AUTORIDADES DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA

1. Introducción

En la normativa anterior, el art. 37.4 del Real Decreto 1197/1991 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, en el supuesto de que se levantara la suspensión de la operación de concentración, cualquier clase de oferta (obligatoria o voluntaria) quedaba sometida a la condición de la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia, antes de la expiración del período de aceptación⁽²⁰²⁾.

En el art. 30.2 del Proyecto de Real Decreto sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (PRD OPAs), que dio origen a la legislación vigente, se establecía que mientras que las ofertas públicas de adquisición obligatoria no podían estar sometidas a condición alguna, por el contrario las ofertas públicas de adquisición voluntarias podrían estar sometidas a condición. Las ofertas voluntarias, de acuerdo con el art. 13.2 del PRD OPAs, podían sujetarse a condiciones suspensivas o resolutorias de conformidad con lo previsto en el Código Civil. También se especificaba en este precepto que no serían válidas aquellas condiciones cuyo cumplimiento o incumplimiento no pudiera ser verificado antes de la finalización del plazo de aceptación de la oferta y que el oferente podía renunciar a la condición antes de la liquidación de la oferta.

De acuerdo con lo anterior, del art. 26.1, pfo. 2, del PRD OPAs, se deducía que podía haber ofertas voluntarias no condicionadas a la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia u ofertas voluntarias sometidas a tal condición.

En la normativa vigente, según el art. 30.2 del RD OPAs, tanto las ofertas públicas obligatorias como voluntarias pueden estar sometidas a condición y, particular-

⁽²⁰⁰⁾ Art. 37.4 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia y art. 56.8 del Reglamento de Defensa de la Competencia. Vid. EUGENIO SORIANO, J., *La defensa de la competencia en España*, cit., p. 170.

⁽²⁰¹⁾ Art. 59 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

⁽²⁰²⁾ RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, M.J., “El procedimiento nacional en materia de control de concentraciones...”, cit., p. 916. ZURITA Y SAÉNZ DE NAVARRETE, J., “Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991...”, cit., p. 3040.

mente, podrán estar condicionadas a la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia⁽²⁰³⁾. Entiendo que esta condición referida a la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de

⁽²⁰³⁾ Art. 30.2 del RD OPAs: “Las ofertas públicas de adquisición obligatorias no podrán estar sometidas a condición alguna, salvo lo dispuesto en el art. 26 de este Real Decreto. Por el contrario, las ofertas públicas de adquisición voluntarias podrán estar sometidas a condición conforme a lo dispuesto en los artículos 13 y 26”. El capítulo II del Anexo del RD OPAs sobre el “Contenido del folleto” señala en relación a las “Condiciones a las que está sujeta la oferta” que se ha de indicar: “a) Descripción de las condiciones a las que está sujeta la oferta o declaración negativa si no existiera ninguna. b) Limitaciones o restricciones, reglamentarias, propias o impuestas por terceros, que el oferente pueda tener para una posible renuncia a dichas condiciones en caso de que no se cumplieran. c) Previsiones del oferente sobre la posible renuncia a las condiciones e impacto de dicha renuncia en la oferta, en su finalidad y en las demás previsiones contenidas en el folleto”. Por su parte, el capítulo III del mencionado Anexo, en relación al “Procedimiento de aceptación y liquidación”, señala que en el folleto ha de indicarse: “d) Plazos para la renuncia a las condiciones a las que, en su caso, esté sujeta la eficacia de la oferta”. El Dictamen del Consejo de Estado de 26/7/2007 sobre el Proyecto de Real Decreto sobre el régimen de las ofertas públicas de Adquisición de Valores (núm. de expediente 1505/2007 —Economía y Hacienda—), señala, en la p. 23, que en el art. 26 se regula la única posibilidad que existe de someter a condición las OPAs obligatorias, al permitirse que, en caso de que la oferta pueda implicar la existencia de una operación de concentración económica, pueda condicionarse tal oferta a la autorización o a la no oposición de las autoridades de defensa de la competencia. En todo caso, con la posibilidad de condicionar en este supuesto la OPA obligatoria, quiebra la idea de que las OPAs obligatorias no podían sujetarse a ningún tipo de condición. Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una opa bajo condición?”, cit., p. 1575, donde considera que la facultad de condicionamiento sólo puede operar en el caso de ofertas de adquisición ordinarias que se dirigen a la obtención de una participación significativa, cuando la OPA es formulada por el oferente para hacerse con el control social. Por el contrario, considera el autor que las condiciones no pueden admitirse en los diversos supuestos de OPA sobrevenida o *a posteriori*, cuando el oferente se ve impelido a formularla tras haber adquirido de forma directa o indirecta el control de una sociedad cotizada, dado que en estos supuestos la realización de la OPA se presenta como una auténtica obligación o exigencia legal que habría que cumplir de forma incondicional.

Por otro lado, al contrario de lo que sucedía en la legislación anterior, donde, como hemos visto, una vez levantada la suspensión de la oferta todas las opas se condicionaban, en la legislación actual la OPA se puede condicionar al formularla, pero no necesariamente aparece condicionada legalmente. Con carácter general, sobre la posibilidad de formular una OPA condicionada, vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una opa bajo condición?”, cit., pp. 1568 a 1570 y 1573 a 1575. Id., “Limitación del voto...”, cit., pp. 110 y ss. y 132 y ss. En primer lugar, considera el autor que la irrevocabilidad de la oferta no es incompatible con su condicionalidad, porque ambos conceptos juegan en planos distintos. La irrevocabilidad supone que el oferente queda vinculado por los términos en que se obliga y no puede revocar la declaración de voluntad que incorpora a su oferta. En consecuencia, la naturaleza irrevocable de la oferta no se ve contradicha por el hecho de estar sujeta a condición.

En segundo lugar, el autor arriba indicado señala que el criterio básico para determinar las condiciones que han de reputarse admisibles no es otro que el de la naturaleza objetiva, en el sentido de ser fácilmente comprobables y de no vincularse en su cumplimiento a la mera voluntad o a simples valoraciones o estimaciones realizadas de forma subjetiva por la propia sociedad oferente, esto es, la condición ha de estar sujeta a un “suceso futuro e incierto” que no “dependa de la exclusiva voluntad del deudor” (arts. 1113 y 1115 del CC). Sigue indicando el autor que esta prohibición no se ve contradicha con las posibles condiciones que por su naturaleza dependan parcialmente de la conducta o del comportamiento del oferente, como en el caso de exigirse la obtención de alguna autorización oficial y, con ello, la realización oportuna y diligente por aquél de los actos y trámites necesarios a tal fin. Se indica que ésta es una regla que se formula de modo expreso en la normativa sobre OPAs de distintos países y que en

las autoridades de defensa de la competencia se puede referir tanto a la operación de concentración que se realiza con la oferta pública como, en su caso, a la operación de concentración previa que dio origen a que se tuviera que lanzar luego una oferta obligatoria. En el formulario de notificación de la operación de concentración se haría constar, como ya vimos, tal condición ⁽²⁰⁴⁾. En el Derecho comparado también se prevé esta posibilidad. Así, en el *Derecho italiano*, ya hemos señalado que la OPA se puede someter a cualquier tipo de condición que no dependa de la voluntad del oferente y, por tanto, a la decisión favorable de las autoridades tanto sectoriales como de la competencia ⁽²⁰⁵⁾. Igualmente en el *Derecho francés*, para evitar el riesgo de que se tenga que proceder a la desconcentración de la operación ya realizada, la normativa del mercado de valores permite que la OPA se condicione suspensivamente a la decisión positiva de la Autoridad de la competencia, dada en la primera fase del procedimiento, pues si no es así y, en consecuencia, se inicia lo que se llama la segunda fase del procedimiento, la OPA caduca y, en su caso, sólo se puede volver a formular una oferta pública una vez que la autoridad concursal, en esa fase segunda del procedimiento, decide la compatibilidad de la operación con el derecho de la competencia. En todo caso, se señala que si la oferta está condicionada debe hacerse indicación de tal condición en el contenido del proyecto de nota de información ⁽²⁰⁶⁾. Una solución semejante a la del Derecho francés, aunque más elaborada, es la que se contiene en el *City Code* inglés, que prevé la posibilidad de que la oferta se condicione, entre otros supuestos, además de a la aprobación de la operación por las distintas autoridades sectoriales de control, a la no iniciación de la segunda fase del procedimiento de concentración ante la Autoridad de control, como consecuencia de no haber sido autorizada la operación de concentración en la fase preliminar del procedimiento. Aquí, en principio, el condicionamiento de la OPA viene determinado en relación con la terminación del plazo de aceptación o hasta que ésta se declare incondicional. Si durante ese período de tiempo

nuestro ordenamiento puede inferirse de la doctrina general del negocio jurídico. Por lo demás, se cita la Regla 13 del *City Code* según la cual el *Panel* puede aceptar un elemento de subjetividad en algunas circunstancias especiales cuando no sea posible especificar todos los factores de cuyo cumplimiento depende una condición concreta, especialmente en casos relativos a autorizaciones oficiales, cuya condición puede estar sujeta a obligaciones materiales adicionales del oferente.

⁽²⁰⁴⁾ En el formulario de notificación se hacen constar “*Las condiciones de cualquier oferta de valores efectuada*” (Punto 2.2.2 de la sección 2.^a del Anexo II del Reglamento de Defensa de la Competencia, sobre el “Formulario ordinario de notificación de las concentraciones económicas”).

⁽²⁰⁵⁾ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una OPA bajo condición?”, cit., p. 1571, en base al art. 8.1 del Reglamento de desarrollo de la Consob (núm. 11197/1999) del Texto Único de las disposiciones en materia de intermediación financiera de 29 de febrero de 1988, donde se señala que “*la oferta no puede sujetarse a condiciones cuyo cumplimiento depende de la mera voluntad del oferente*”.

⁽²⁰⁶⁾ Arts. 231-11 y 231-18 del reglamento general de la Autoridad de los Mercados financieros (AMF), modificado por el Arrêté francés de 18 de septiembre de 2006 (JO n.º 225 de 28 de septiembre de 2006, p. 14210, texto, n.º 12). FERRIER, D., FERRÉ, D., *Lamy. Droit Economique...*, cit., pp. 116 a 118. BUCHER, F., *Droit de la concurrence et des offres publiques...*, cit., p. 6, sin embargo, señalaba este autor que nada impediría al oferente inicial depositar una nueva oferta pública sin esperar la decisión dada por la autoridad concursal en la fase segunda del procedimiento, oferta que, esta vez, no estaría condicionada por el derecho de concentraciones.

se produce la condición, la oferta caduca y sólo cabe formular una nueva oferta si en esa segunda fase del procedimiento las autoridades de defensa de la competencia declaran que la operación de concentración vinculada a la OPA es compatible con la competencia y hasta la formulación de esa nueva OPA se mantiene alguna de las medidas vinculadas a la OPA precedente, como las medidas que restringen los poderes de los órganos sociales de la sociedad afectada por la oferta, destinadas a evitar el fracaso de la futura oferta⁽²⁰⁷⁾. Dada esta síntesis del tema en algunos de los ordenamientos del Derecho comparado, retomemos la situación del Derecho español. Volvamos a recordar que el art. 26.1, pfo. 2, del RD OPAs señala que el oferente (obligatorio o voluntario⁽²⁰⁸⁾) podrá optar por condicionar su oferta a la obtención, antes de la terminación del plazo de aceptación, de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia⁽²⁰⁹⁾.

Se parte de que el plazo de condicionamiento de la oferta sólo puede llegar hasta la terminación del plazo de aceptación⁽²¹⁰⁾, ya que con posterioridad sólo queda liquidar las operaciones y, en su caso, proceder a la desconcentración, de acuerdo con la normativa sobre control de concentraciones económicas, ya analizada⁽²¹¹⁾. En este caso, será de aplicación la correspondiente normativa, ya examinada, en materia de defensa de la competencia y del mercado de valores, con las especialidades que a continuación se analizan⁽²¹²⁾.

(207) Reglas 9.4, 12 y 13 del *City Code*. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una opa bajo condición?”, cit., pp. 1570 y 1571. VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglement sur le controle...”, cit., pp. 289 y ss. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones y OPAs...”, cit., p. 97.

(208) Art. 30.2 del RD OPAs.

(209) A través de esta nueva regulación se salva la crítica que se hacía a la legislación anterior que condicionaba la OPA al plázet de las autoridades de defensa de la competencia nacionales pero no preveía condicionar la OPA al plázet de las autoridades de defensa comunitarias.

Esta discordancia creaba verdaderos problemas cuando se remitía un expediente de concentración de las autoridades nacionales a las autoridades comunitarias o viceversa, o cuando existían OPAs competidoras sometidas a distinta normativa de control de concentraciones. Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “Defensa de la competencia...”, cit., pp. 97 y 98. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., pp. 100 y 101.

(210) Si bien previamente se ha podido renunciar a la condición hasta el día anterior a la finalización del plazo de aceptación (art. 33.3 del RD OPAs).

(211) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “¿Cabe formular una opa bajo condición?”, cit., p. 1574. Id., “Limitación del voto...”, cit., pp. 135 a 137, examina las distintas soluciones que se dan en el Derecho comparado en relación al plazo necesario para determinar el eventual cumplimiento de alguno de los sucesos o acontecimientos a los que se subordina la efectividad jurídica de la OPA, plazo que puede demorarse y exceder incluso del período de aceptación de la oferta.

(212) Art. 26.1 del RD OPAs. Bajo esta perspectiva cobra sentido lo dispuesto en el art. 26.1, pfo. 3, del RD OPAs que señala que si el oferente decidiera no someter la oferta pública de adquisición de valores a la condición de la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia será de aplicación lo previsto en la correspondiente normativa sobre defensa de la competencia.

Por lo demás, es evidente que nuestro Derecho no establece una obligación de condicionar la oferta⁽²¹³⁾, sino una simple facultad de condicionar la OPA, haciéndolo constar en la documentación que se adjunte con la presentación de la OPA⁽²¹⁴⁾ y en el formulario de notificación a las autoridades de defensa de la competencia⁽²¹⁵⁾. Por lo tanto, el oferente puede no prever ninguna condición relativa a la posible intervención de las autoridades de defensa de la competencia, o bien que una vez prevista tal condición luego el oferente no la ejerza, renuncie a ella⁽²¹⁶⁾, porque, por ejemplo, tiene confianza en una decisión final favorable de las autoridades de defensa de la competencia⁽²¹⁷⁾.

A continuación analizaremos cada una de las consecuencias jurídicas que se derivan de cada uno de los supuestos legales⁽²¹⁸⁾ que pueden darse en el ámbito de las OPAs condicionadas.

2. La oferta tiene plenos efectos

El primer supuesto es que se condicionen los plenos efectos de la oferta a que antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia no se opongan a la operación de concentración. Si este hecho se cumple, la oferta deja de estar sujeta a condición, desapareciendo la facultad del oferente de desistir de ella⁽²¹⁹⁾, lo que está en concordancia con el principio de irrevocabilidad de la oferta pública.

(213) En el capítulo II del Anexo del RD OPAs, como ya se ha indicado, se señala que en el contenido del folleto se describirán las condiciones a las que está sujeta la oferta o declaración negativa si no existiera ninguna.

(214) El contenido del folleto, tal como vimos, se indica en el capítulo II del Anexo del RD OPAs.

(215) Punto 2.2.2 de la sección 2.^a del Anexo II del Reglamento de Defensa de la Competencia

(216) Ya hemos señalado que la renuncia a la condición puede hacerse hasta el día anterior a la finalización del plazo de aceptación, en cuyo caso las aceptaciones ya realizadas con anterioridad a la renuncia, se adhieren a la nueva oferta no condicionada (art. 33.3 del RD OPAs). La regulación de esta renuncia, tal como ya indicamos, se prevé que se haga en el contenido del folleto (capítulos II y III del Anexo del RD OPAs). Vid. VALPUESTA GASTAMINZA, E. M.^a, “Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la opa”, *RDBB*, 1994, 56, p. 914, entiende que las condiciones no son renunciabiles en cuanto tales, sino los derechos que de ellas derivan.

(217) VAN OMMESLAGHE, P., “Le reglemente sur le controle...”, cit., p. 295.

(218) Evidentemente, al menos las voluntarias, las OPAs podrían someterse voluntariamente a otras condiciones no previstas legalmente. En este sentido, siguiendo al Derecho francés y al Derecho inglés, a los que ya nos hemos referido, se podría condicionar la OPA a que durante el plazo de aceptación no se incoara la segunda fase del procedimiento, después del análisis de la operación en la primera fase o fase preliminar del procedimiento, de tal forma que si tal cosa sucediera, al igual que se prevé en esos dos ordenamientos mencionados, se podría establecer que la OPA caducaría o se extinguiría.

(219) Art. 26.1.a) del RD OPAs. ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., p. 700. El precepto citado se refiere al supuesto en el que las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia “no se oponen”. Se entiende que “no se oponen” después de resolver sobre el asunto, pues, en otro caso, estaríamos ante un supuesto distinto, que luego analizaremos, el contemplado en el art. 26.1.d) del RD OPAs, que parte de que “no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia”.

3. Desistimiento de la oferta

Dice el art. 30.1 del RD OPAs que: *“Las ofertas públicas de adquisición serán irrevocables desde el anuncio público a que se refiere el artículo 16, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en este Real Decreto”*. En este sentido, el art. 33.1.b) y 2.b) del RD OPAs señala que una vez presentada una oferta voluntaria u obligatoria, el oferente podrá desistir de ella, entre otros supuestos, en los previstos en las letras b), c) y d) del apartado 1 del artículo 26, que son los que a continuación analizamos.

Señala el art. 33.4 del RD OPAs que *“La decisión de desistir de la oferta, con indicación expresa y detallada de su motivo, se comunicará inmediatamente por el oferente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Igualmente se comunicarán las demás causas que dejen sin efecto la oferta. Tales comunicaciones se harán públicas en la forma prevista en el artículo 22, en el plazo máximo de dos días hábiles desde que fueran recibidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”* ⁽²²⁰⁾.

Finalmente, el art. 34.5 del RD OPAs dice que *“Una vez publicado el desistimiento de la oferta o la causa que la deje sin efecto, quedarán ineficaces las aceptaciones que se hubieren presentado, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación”* ⁽²²¹⁾.

⁽²²⁰⁾ De una forma semejante señalaba lo siguiente el art. 37.8 del derogado RD 1197/1991 sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores: *“Los efectos derivados de la tramitación de un expediente ante los órganos de defensa de la competencia y, en su caso, el desistimiento deberán publicarse por los medios previstos en el artículo 18, en el plazo máximo de dos días a contar desde la resolución administrativa tácita o expresa, o desde la fecha que pudiera efectuarse el desistimiento por cualquier otra causa prevista legalmente, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores”*. Sobre esta normativa anterior vid. DE CÁRDENAS SMITH, C., “Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición”, cit., p. 152. VALPUESTA GASTAMINZA, E.M.^a, “Irrevocabilidad, modificación y cese de los efectos de la opa”, cit. pp. 915, 916, 917, que considera, con una base legal semejante a la actual, que la publicación de la comunicación del desistimiento o de las demás causas que dejen sin efecto la oferta debiera realizarse después de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores comprobase que se da el supuesto que la origina, ya que aunque puede defenderse que el precepto no exige tal comprobación por la Comisión, pues posteriormente cabría impugnación judicial, considera que es mejor una solución preventiva que el genérico remedio *a posteriori* cuando ya el perjuicio se ha causado al quedar la oferta y los contratos celebrados ineficaces, siendo en este caso la indemnización una compensación de difícil determinación y totalmente insatisfactoria.

⁽²²¹⁾ VALPUESTA GASTAMINZA, E., M.^a, “Irrevocabilidad, modificación y cese de los efectos de la opa”, cit., pp. 917 y 918, según el autor, el tenor literal de este precepto, el mismo que el del precepto que él examina, resulta totalmente desacertado porque no quedan ineficaces las aceptaciones que se hubieren prestado, sino los contratos de compraventa que tales aceptaciones perfeccionaron.

Este autor también hace algunas consideraciones sobre la previsión legal de cargar al oferente los gastos ocasionados por la aceptación, considerando ésta una manifestación de la tendencia hacia la responsabilidad objetiva. Considera este cargo un poco más justificado en los supuestos de desistimiento libre porque aquí el oferente causaría voluntariamente la ineficacia, aunque también motivado por circunstancias exteriores a él. Por otro lado, según el autor, esta obligación de cargar con los gastos de aceptación también estaría justificada porque de otro modo se desincentiva a los posibles interesados en aceptar la oferta y, como contrapartida, desincentiva al oferente a desistir o incluso para formular una oferta de escaso éxito. Sobre estas cuestiones, vid. también AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., “Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta”, en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.),

También hay que tener en cuenta el art. 26. 1, pfo. 3, del RD OPAs, que en relación a las ofertas obligatorias señala: “*Asimismo, si en virtud de lo dispuesto en las letras b), c) y d), el oferente desiste de la oferta, deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de votos por debajo de la participación de control, en el plazo de tres meses o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo*” (222). Esta solución se entiende porque aunque en el caso de desistimiento, tal como señala el art. 34.5 del RD OPAs, las aceptaciones quedan ineficaces, las acciones adquiridas con anterioridad a la de la oferta pública de adquisición de valores podrían ya superar la participación de control.

A) Desistimiento obligatorio de la oferta

Este supuesto tendría lugar si, antes de la terminación del plazo de aceptación, las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia declarasen improcedente la operación propuesta (223). Entiendo que no basta con que se declare improcedente en la segunda fase del procedimiento por el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia, ya que posteriormente el Ministro de Economía y Hacienda puede resolver elevar la concentración al Consejo de Ministros y éste acordar autorizar la concentración. Si antes de la expiración del plazo de aceptación sólo se ha declarado improcedente la operación por el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia

Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991, vol. II, Madrid, 1993, pp. 520 a 522. Este autor parece que considera no estar justificada la imputación de los gastos al oferente, entre otros casos, cuando el desistimiento se produzca como consecuencia de la denegación, condicionamiento o falta de resolución acerca de la oferta por parte de los órganos de defensa de la competencia, por tratarse de circunstancias que en modo alguno pueden imputarse al oferente.

(222) En la versión definitiva de este precepto pudo tener mucho que ver el Dictamen del Consejo de Estado de 26/7/2007 sobre el Proyecto de Real Decreto sobre el régimen de las ofertas públicas de Adquisición de Valores (núm. de expediente 1505/2007 —Economía y Hacienda—) que, en la p. 24, señala que en todos los casos en los que exista la posibilidad o el deber de desistir de la oferta el oferente deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de voto por debajo de la participación de control en el plazo de tres meses. Junto a esta previsión, sigue señalando el Dictamen, debería incluirse también la posibilidad de que esa reducción del porcentaje de derechos de voto pueda lograrse, en su caso, mediante la ruptura del pacto parasocial, acuerdo o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal porcentaje. En relación al concepto de pacto parasocial como vía de adquisición del control de una sociedad cotizada, vid. GUERRA MARTÍN, G., “Comentarios al Proyecto de Ley...”, cit., pp. 167 y 168.

(223) Art. 26.1.b) del RD OPAs. Se trataría de uno de los supuestos donde tiene prioridad el régimen de control de concentraciones respecto al régimen de ofertas públicas de adquisición de valores, pues aquel paralizaría la oferta pública de adquisición de valores e invalidaría las posibles aceptaciones ya realizadas. Vid. ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., pp. 675 y 676. VALPUESTA GASTAMINZA, E.M.³, “Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA”, cit., p. 905, entra en una cuestión terminológica al señalar que si el Gobierno no autoriza la operación no hay desistimiento del oferente, sino ineficacia del negocio por frustración de la condición a que estaba sometido. Refiriéndose al art. 37 del previgente Real Decreto 1197/1991 sobre ofertas públicas de adquisición de valores, señala que la propia expresión del precepto “*deberá desistir*”, que, añadimos nosotros, se mantiene en estos mismos términos en el art. 26.1.b) del actual RD OPAs, es expresiva de la impropiedad de los términos, pues el desistimiento, señala el autor, es por definición una decisión libre del sujeto, no una decisión impuesta.

y está pendiente la decisión del Consejo de Ministros, creemos que podría haber un desistimiento voluntario pero no obligatorio de la oferta ⁽²²⁴⁾.

Cuestión distinta es que antes de la terminación del plazo de aceptación de la OPA las autoridades de defensa de la competencia hubieran decidido su incompatibilidad con la normativa sobre concentración económica y la OPA no estuviera condicionada a que no se diera tal decisión. En este caso, el Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia puede ordenar que no se proceda a la ejecución de la concentración ⁽²²⁵⁾, pero si no da tal orden, en base al principio de irrevocabilidad, la OPA continuaría hasta liquidarse si bien se procedería luego a realizar, en su caso, las medidas de desconcentración establecidas. En cualquier caso, lo que está claro en este supuesto es que no podemos estar ante un desistimiento obligatorio y sólo cabría plantearse si, en ausencia de orden para que no se proceda a la ejecución de la concentración, cabría el desistimiento voluntario de la oferta ⁽²²⁶⁾, al que nos vamos a referir a continuación.

B) Desistimiento voluntario de la oferta

En primer lugar, el oferente puede condicionar la oferta señalando que podrá desistir de ella si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia sujetaran la autorización de la operación de concentración al cumplimiento de alguna condición ⁽²²⁷⁾, salvo que se renunciara posteriormente a tal condición y la oferta se hiciera incondicional. En este

⁽²²⁴⁾ Vid. art. 60 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. La solución que damos en el texto concuerda con la que se establecía en el ya derogado art. 37.2 del Real Decreto 1197/1991, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores: “*En el supuesto de que el Ministro de Economía remita las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia, el Servicio de Defensa de la Competencia deberá notificarlo al oferente el mismo día de la remisión. En este caso, el oferente podrá desistir de la oferta siempre que lo comunique a la Comisión Nacional del Mercado de Valores al día siguiente de recibir la notificación*”. Vid. en relación a la normativa anterior DE CÁRDENAS SMITH, C., “Régimen jurídico de las ofertas públicas...”, cit., p. 151. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, M.J., “El procedimiento en materia de control de concentraciones...”, cit., p. 920. Por lo demás, esta solución se puede deducir del art. 26.1.d) del RD OPAs, sobre el que luego volveremos, que señala que el oferente puede desistir de la oferta si antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia, entendiéndose que el precepto se refiere a resolución definitiva.

⁽²²⁵⁾ Art. 60.4.b) 2.º de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

⁽²²⁶⁾ Recordemos que el art. 33.1.c) y 2.a) del RD OPAs, señalan que una vez presentada la oferta voluntaria u obligatoria el oferente *podrá* desistir de ella “*Cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”. Las circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente serían aquí la decisión de incompatibilidad dada por las autoridades de defensa de la competencia.

⁽²²⁷⁾ Art. 26.1.c) del RD OPAs. Esta misma era la solución que se daba en el art. 37.7.c) del derogado Real Decreto 1197/1991: “*Si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir de la oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24*”. Con anterioridad, el art. 37.2.b) del Real Decreto 1197/1991, antes de que fuera modificado por la Disposición adicional única del Real Decreto 1443/2001, de 21 de diciembre, por el que se desarrollaba la Ley

caso, en base a lo dispuesto en el art. 33.4 del RD OPAs, la decisión de desistir deberá ser inmediata⁽²²⁸⁾.

En segundo lugar, el oferente puede condicionar la oferta señalando que podrá desistir si antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia⁽²²⁹⁾.

De acuerdo, con lo visto anteriormente, hay que entender que se puede desistir voluntariamente de la oferta cuando antes de la terminación del plazo de aceptación de la oferta ha habido resolución expresa de incompatibilidad pero ésta no es definitiva, porque dándose en la segunda fase del procedimiento está pendiente de decisión por el Consejo de Ministros⁽²³⁰⁾. Si el oferente decidiese continuar con su oferta, a pesar de no haber obtenido resolución de las autoridades de defensa de la competencia, será de aplicación lo previsto en la correspondiente normativa sobre defensa de la competen-

16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, en lo referente al control de las concentraciones económicas, señalaba lo siguiente: “*Si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir con carácter general, salvo cuando a la vista de la poca relevancia de las condiciones impuestas por el Gobierno, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, oído aquél, no autorizara el desistimiento*”.

(228) Vid. VALPUESTA GASTAMINZA, E. M.^a, “Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA”, cit., pp. 905 y 906, que considera que la decisión de desistir siempre debe ser inmediata en todos los supuestos una vez que se produzca la causa del desistimiento y que sobre esta cuestión sólo puede haber algún tipo de discusión cuando el Gobierno no haya decidido antes de la expiración del plazo de aceptación.

(229) Art. 26.1.d) del RD OPAs. Según ALONSO UREBA, A., Comentario a los arts. 37 y 38, cit., p. 676, esta posibilidad de desistimiento nuevamente se explica por la primacía del interés público de la protección de la competencia sobre el interés privado de los accionistas, que no obstante haber ya aceptado la OPA irrevocablemente, pueden ver cómo el oferente desiste de la OPA por causas ajenas a los accionistas aceptantes.

Por otro lado, parece que en este caso, el desistimiento se producirá necesariamente después de que termine el plazo de aceptación de la oferta. Vid., DE CARDENAS SMITH, C., “Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición”, cit., p. 149, el autor se pregunta si debe el oferente esperar a que se agote el período de aceptación o si puede o, incluso, debe desistir unos días o unas horas antes de la finalización del período de aceptación. Considera que la opción más segura es la primera. En el mismo sentido, con alguna matización, vid. VALPUESTA GASTAMINZA, E. M.^a, “Irrevocabilidad, modificación y cese de los efectos de la OPA”, cit., p. 906, indicando que no se le puede obligar a decidirse antes de la expiración del plazo de aceptación, pues sólo conocerá que el Gobierno no aprobó ni denegó, cuando tal plazo haya expirado, quién cita la posición contraria de ALONSO UREBA, A., “Comentarios a los arts. 37 y 38”, cit., p. 700 para quién la facultad de desistimiento sólo será posible antes de que haya expirado el plazo de aceptación de la OPA.

(230) Creemos que en este caso nos encontraríamos ante una solución en parte semejante a la establecida en el *City Code* inglés que establece que la simple incoación del procedimiento de control de concentraciones en la segunda fase, antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta o antes de que sea declarada incondicional, da lugar ya a la caducidad de la oferta, en cuanto tal condición debe preverse en la formulación de la oferta (art. 12 del *City Code*).

Conviene recordar en este momento, una vez más, que en el “*Derecho inglés*”, aunque la oferta sea retirada, las autoridades de defensa de la competencia siguen conociendo de la operación de concentración, y si ésta finalmente se declara compatible se puede volver a formular una nueva oferta antes de que transcurra el plazo que con carácter general se establece para formular una nueva oferta después de retirada la anterior. Hasta que transcurra ese plazo en que es posible formular una nueva oferta permane-

cia, ya examinada⁽²³¹⁾, si bien la anterior solución puede verse modificada⁽²³²⁾ por lo dispuesto en el art. 26.1, pfo. 3: “*En el caso de ofertas obligatorias y en tanto no haya recaído la correspondiente resolución, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta*”.

VII. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE VALORES Y LA AUTORIZACIÓN, NO OPOSICIÓN O NOTIFICACIÓN DE LA OPERACIÓN A OTROS ORGANISMOS SUPERVISORES

La oferta pública de adquisición de valores no sólo puede estar neutralizada o condicionada por las decisiones de las Autoridades de defensa de la competencia, sino también por la autorización, no oposición o notificación de la operación a otros organismos administrativos, realizadas en diversos momentos y también con diferentes efectos, de acuerdo con una regulación administrativa de variada índole, aplicable a determinados sectores económicos⁽²³³⁾.

Incluso se prevé que la decisión de la Autoridad concurrencial se suspenderá hasta un plazo máximo de tres meses cuando se solicite informe a alguno de los reguladores sectoriales⁽²³⁴⁾, sin duda para poder tener en cuenta el contenido de este informe.

cen algunas medidas, como restricciones al órgano administrativo de la sociedad afectada, a los efectos de que no se frustre la nueva oferta.

Pues bien, creemos que esta “normativa” del Derecho inglés puede ser adecuada si tenemos en cuenta que hoy día en nuestro Derecho cabe la OPA *a posteriori* a una concentración económica que de hecho ya ha tenido lugar, que necesita que no se paralice el conocimiento de la operación de concentración por las autoridades de defensa de la competencia.

⁽²³¹⁾ Art. 26.1, pfo. 4, del RD OPAs. DE CÁRDENAS SMITH, C., “Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición”, cit., pp. 151 y 152, consideraba que si no se producía el desistimiento a pesar de haber expirado el período de aceptación sin que existiera resolución, el oferente debía publicar la decisión de no desistir y de someterse a la resolución que en el futuro dictase el Gobierno.

⁽²³²⁾ Para este supuesto de ofertas condicionadas o porque se modifica con carácter general la normativa sobre competencia antes examinada.

⁽²³³⁾ SÁNCHEZ CALERO, F., “Líneas generales del nuevo régimen sobre OPAs”, *RDBB*, 106, 2007, p. 27, señala este autor que aun cuando el RD OPAs parece partir de una regulación totalizadora del régimen de las OPAs, al afirmar en su art. 1.1 que toda formulación de una OPA “*quedará sujeta a lo dispuesto en este Real Decreto*”, en su art. 26 pone de manifiesto que buena parte de su régimen está al margen de éste (y por consiguiente de la LMV) y que esta parte del régimen tiene una eventual eficacia neutralizadora de la oferta pública de adquisición. Por otra parte, el autor vuelve a traer aquí un tema al que ya hemos aludido al tratar de las OPAs condicionales y es, en definitiva, la concordancia de estas autorizaciones con el régimen de las OPAs obligatorias. A juicio del autor, el problema se debería plantear en términos diversos cuando el ordenamiento jurídico obliga a quien posea el control de una sociedad a lanzar una OPA a cuando la OPA pretende un cambio de control de la sociedad, como normalmente sucedía en el régimen precedente, o en el nuevo, cuando tenga el carácter de una OPA competidora, o sea voluntaria.

⁽²³⁴⁾ Art. 37.2 y 3 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia y art. 63 del Reglamento de Defensa de la Competencia.

En estos casos, la disciplina particular de esos sectores puede requerir de una autorización, no oposición o notificación a la autoridad de vigilancia de ese particular sector, cuando se participa en el capital de las empresas operantes en esos sectores en una medida superior a determinados porcentajes.

Para estos supuestos, en el RD OPAs se establecen disposiciones de carácter general que hay que complementar con la disciplina particular de cada uno de esos sectores. Nosotros aquí sólo vamos a abordar la normativa general contenida en el RD OPAs y no la normativa particular de cada uno de esos sectores, lo que no impide que nos asomemos de forma muy superficial a la disciplina especial de alguno de esos sectores.

En relación a la normativa general contenida en el RD OPAs, se señala, en primer lugar, que en *el anuncio de la oferta* deberá indicarse si la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores requiere la obtención de alguna autorización o verificación administrativa con carácter previo a su formulación⁽²³⁵⁾.

En relación a la *solicitud de autorización de la oferta*, podrá presentarse la solicitud de autorización de la oferta (a la CNMV) sin haber solicitado ni obtenido la autorización, no oposición o simple notificación, cuando sean requeridas. Una vez presentada la solicitud de autorización, la oferta no puede ser autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores hasta que no se acredite la obtención expresa o tácita de la correspondiente autorización, no oposición o simple notificación⁽²³⁶⁾. Por su parte, *en el folleto, que ha de acompañarse a la solicitud de autorización de la oferta, debe contenerse* según lo dispuesto en el capítulo V del Anexo del RD OPAs, además de información sobre la posibilidad de que el resultado de la oferta quede afectado por la normativa sobre defensa de la competencia, tal como ya vimos en su momento, detalle de las autorizaciones o verificaciones administrativas obtenidas con carácter previo a la formulación de la oferta o requeridas que se encuentren pendientes de obtención o solicitud⁽²³⁷⁾.

⁽²³⁵⁾ Art. 16.3 del RD OPAs: “Cuando la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores objeto de la oferta requiera la obtención de alguna autorización o verificación administrativa con carácter previo a su formulación, deberá indicarse esta circunstancia”.

⁽²³⁶⁾ Art. 26.2, pfo. 1 del RD OPAs: “Cuando la oferta pública de adquisición requiera de la autorización o no oposición de cualquier otro organismo o notificación previa de la operación a otro organismo, podrá presentarse la solicitud de autorización de la oferta sin haber solicitado ni obtenido la autorización, no oposición o simple notificación. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo”.

⁽²³⁷⁾ Capítulo V del Anexo del RD OPAs:

“Autorizaciones y otras informaciones o documentos.

a) Posibilidad o no de que el resultado de la oferta quede afectado por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia (RCL, 1989, 1591) [se ha de entender hecha la referencia a la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia], por el Reglamento (CE) n.º 139/2004 (LCEur 2004, 278, 3595) del Consejo de las Comunidades Europeas o por otras normas de defensa de la

Finalmente, en la documentación complementaria que ha de acompañar a la solicitud de autorización de la oferta, se debe contener “Solicitud de autorización o verificación administrativa o, en su caso, documentación acreditativa de dicha autorización o verificación, si la operación lo requiere”⁽²³⁸⁾. Los efectos de la falta de resolución administrativa se contienen en el art. 26.2, pfo. 2, del RD OPAs: “En el caso de ofertas obligatorias el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta hasta que no haya recaído la correspondiente resolución. Asimismo, cuando la resolución sea desestimatoria el oferente deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de votos por debajo de la participación de control en el plazo de tres meses desde la notificación de la correspondiente resolución o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo”.

Por otra parte, como ya hemos indicado, el temario que sugiere este epígrafe variará según el sector económico que se vea afectado por la oferta pública de adquisición de valores. Así, en el sector de la energía, se requieren diversas autorizaciones realizadas en diversos momentos y con diversos efectos⁽²³⁹⁾. Entre otras, nos vamos a referir a dos de ellas que tienen un carácter más general:

a) En primer lugar, se ha de notificar a la *Secretaría General de la Energía, Desarrollo Industrial y PYMES, del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio*⁽²⁴⁰⁾. La decisión final de este procedimiento recae sobre el Consejo de Ministros, que debe pronunciarse en el plazo de dos meses desde que la solicitud tuvo entrada en el registro competente para su tramitación. Esta notificación la debe realizar el oferente que sea una entidad o persona de naturaleza pública o entidad de cualquier naturaleza participada mayoritariamente o controlada en cualquier forma por entidades o Administraciones públicas, que directa o indirectamente tome el control⁽²⁴¹⁾ o adquiera participa-

competencia y, en su caso, eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente, con indicación de sus posibles consecuencias de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 26 y 33 de este Real Decreto.

b) Detalle de las autorizaciones o verificaciones administrativas, distintas de la correspondiente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, obtenidas con carácter previo a la formulación de la oferta.

Si como consecuencia de la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores resultantes de la oferta, el oferente requiriese alguna autorización o verificación administrativa, que se encuentra pendiente de obtención o de solicitud, se informará de esta circunstancia, de las actuaciones que pretenda o deba iniciar y de los efectos previstos para el supuesto de incumplimiento o falta de obtención”.

⁽²³⁸⁾ Art. 20.1.b) del RD OPAs.

⁽²³⁹⁾ Una referencia a ellas puede verse en el Folleto explicativo de la Oferta pública de adquisición de acciones de Endesa, S.A. formulada por Acciona, S.A. y Enel Energy Europe S.r.l., pp. 131 y ss.

⁽²⁴⁰⁾ Disposición Adicional Vigésima Séptima de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social.

⁽²⁴¹⁾ Señala el número 6 de la Disposición Adicional Vigésima Séptima de la Ley 55/1999 lo siguiente: “Se entenderá que existe una relación de control a los efectos de esta disposición siempre que se dé alguno de los supuestos previstos en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”.

ciones significativas de sociedades de ámbito estatal que realicen actividades en los mercados energéticos⁽²⁴²⁾. Esta solicitud no es requerida ni para solicitar ni para autorizar la oferta. En realidad se señala que se debe notificar “*la toma de control o adquisición que se haya efectuado, con especial referencia a las características y condiciones de la adquisición*”. Sólo tiene efectos suspensivos en relación al ejercicio de los derechos políticos de que sea titular tras la liquidación de la oferta. En efecto, se señala que desde que se produzca la toma de control o la adquisición de participaciones significativas de sociedades de ámbito estatal y hasta que no se pronuncie el Consejo de Ministros, no se podrán ejercer los derechos políticos. En su resolución, el Consejo de Ministros podrá resolver reconociendo o no el ejercicio de los derechos políticos correspondientes, o sometiendo el ejercicio de los mismos a determinadas condiciones.

b) En segundo lugar hay que tener en cuenta la Disposición Adicional Undécima de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del sector de Hidrocarburos, donde se regula la Comisión Nacional de la Energía. El punto tercero de esa disposición se refiere a las “Funciones de la Comisión Nacional de Energía”. A nosotros nos interesa la Función Decimocuarta que hace necesaria la autorización de la Comisión Nacional de la Energía, entre otros casos, cuando se dé una OPA⁽²⁴³⁾. “*La autorización de la Comisión Nacional de la Energía deberá ser solicitada antes de la adquisición, de forma que dicha adquisición sólo será válida una vez obtenida la autorización. En el caso de que la adquisición se produzca por medio de una oferta pública de adquisición de acciones, el adquirente deberá obtener dicha autorización con carácter previo a la autorización de la oferta conforme a la normativa del mercado de valores*”. A la autorización pueden adjuntarse determinados compromisos que si no se cumplen pueden llevar a dejar sin efecto los acuerdos del Consejo de Administración o Junta General, a la suspensión de los derechos políticos o incluso obligar a transmitir las acciones adquiridas⁽²⁴⁴⁾. Contra el acuerdo notificado a los oferentes se admite la posibilidad de pre-

(242) Disposición Adicional Vigésima Séptima de la Ley 55/1999, número 5: “*A los efectos de la presente disposición se considerarán participaciones significativas aquellas que directa o indirectamente alcancen, al menos, el 3 por 100 del capital social o de los derechos de voto de la sociedad*”.

(243) Disposición Adicional Undécima. Tercero. Funciones de la Comisión Nacional de la Energía: “*Decimocuarta: 1. Autorizar la adquisición de participaciones realizadas por sociedades con actividades que tienen la consideración de reguladas o actividades que estén sujetas a una intervención administrativa que implique una relación de sujeción especial, tales como centrales térmicas nucleares, centrales térmicas de carbón de especial relevancia en el consumo de carbón de producción nacional, o que se desarrollen en los sistemas eléctricos insulares y extrapeninsulares, así como las actividades de almacenamiento de gas natural o de transporte de gas natural por medio de gasoductos internacionales que tengan como destino o tránsito el territorio español*”.

La autorización será igualmente requerida cuando se pretenda la adquisición de participaciones en un porcentaje superior a un 10% del capital social o cualquier otro que conceda influencia significativa, realizada por cualquier sujeto en una sociedad que, por sí o por medio de otras que pertenezcan a su grupo de sociedades, desarrolle alguna de las actividades mencionadas en el párrafo anterior de este apartado 1. La misma autorización se requerirá cuando se adquieran directamente los activos precisos para desarrollar las citadas actividades”.

(244) Vid. Folleto explicativo de la Oferta pública de adquisición de acciones de Endesa, S.A. formulado por Acciona, S.A. y Enel Energy Europe S.r.l., pp. 131 y ss.

sentar, en el plazo de un mes, un recurso de alzada ante el Ministro de Industria, Turismo y Comercio. Este recurso afectaría al desarrollo de la oferta si se admite que no se cumplirán las condiciones establecidas si no se lleva a cabo su modificación o revocación⁽²⁴⁵⁾.

Por otro lado, la “Función Decimoquinta” señala que la Comisión Nacional de la Energía tendrá la función de *“informar preceptivamente sobre las operaciones de concentración de empresas o de toma de control de una o varias empresas energéticas por otra que realice actividades en el mismo sector cuando las mismas hayan de ser sometidas al Gobierno para su decisión, de acuerdo con la legislación vigente en materia de competencia”*.

VIII. SUPUESTOS ESPECIALES

1. OPAs competidoras: concurrencia de OPAs sometidas y no sometidas al deber de notificación y condicionadas o no condicionadas

Nos referimos en este apartado a dos supuestos distintos. En primer lugar a la concurrencia de OPAs sometidas y no sometidas al deber de notificación y, en segundo lugar, a la concurrencia de OPAs condicionadas y no condicionadas.

En relación a la primera cuestión, la concurrencia de OPAs sometidas y no sometidas al deber de notificación, el art. 37.9 del ya derogado RD 1197/1991 sobre régimen de ofertas públicas de adquisición de valores señalaba: *“En el caso de que con una oferta inicial que cumpla las condiciones para su notificación obligatoria establecidas en el artículo 14 de la Ley 16/1998, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, concorra otra oferta que no cumpla dichas condiciones, se suspenderá la tramitación de ésta hasta que no se publique la precedente de acuerdo con el artículo 18 de este Real Decreto”*⁽²⁴⁶⁾.

La anterior solución era del todo procedente porque en la normativa previgente⁽²⁴⁷⁾, una vez realizada la notificación de la oferta a las autoridades de defensa de la competencia, después de ser autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no se publicaban los anuncios relativos a ella ni comenzaba el plazo de aceptación en tanto no recayera la autorización expresa o presunta de la Autoridad de control de concentraciones, esto es, se producía una verdadera suspensión de la oferta pública de adquisición de valores que no podía seguir tramitándose hasta que las

⁽²⁴⁵⁾ En el caso de la opa de Endesa a la que nos venimos refiriendo, los oferentes entienden que la interposición del recurso de alzada no afecta al desarrollo de la oferta, pues cumplirían las condiciones establecidas si no se lleva a cabo su modificación, revocación o pierden su eficacia por otra causa. Vid. Folleto explicativo de la Oferta pública de adquisición de acciones de Endesa, S.A., cit., p. 139.

⁽²⁴⁶⁾ En relación a este precepto vid. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., p. 98.

⁽²⁴⁷⁾ Arts. 15.2 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia y 37.3 del Real Decreto 1197/1991, sobre oferta pública de adquisición de valores.

autoridades de la competencia declararan su compatibilidad con la normativa sobre control de concentraciones económicas, momento a partir del cual se produciría su publicación y la OPA inicial continuaría.

Es evidente, que en este caso, sí tenía sentido que si la OPA inicial sometida al control de concentraciones concurría con otra oferta competidora no sometida al control de concentraciones se suspendiera la tramitación de esta última hasta que no se publicara la originaria, señal de que la suspensión de esta última había terminado como consecuencia del plácet dado por las autoridades de defensa de la competencia.

En la normativa actual, con razón, no existe un precepto semejante porque aunque la OPA originaria se someta al control de concentraciones económicas la notificación a las autoridades de control no suspende la oferta, continuándose su tramitación hasta, en su caso, la liquidación de esta⁽²⁴⁸⁾.

En segundo lugar, también hay que referirse en este apartado a algunas cuestiones que se plantean en relación a la concurrencia de OPAs condicionadas y no condicionadas. Pensemos en el supuesto de una OPA condicionada al plácet de las autoridades de control frente a la que se lanza una OPA no condicionada al control de concentraciones. En este caso se plantearía si el oferente inicial en el curso de la tramitación de la oferta puede renunciar a la condición que la vinculaba al control de concentraciones, cuestión ésta que en nuestro Derecho no parece ofrecer dudas⁽²⁴⁹⁾.

Otro supuesto que podemos imaginar en el caso de OPAs concurrentes condicionadas y no condicionadas al control de concentraciones es aquel en que se produzca el desistimiento de la OPA condicionada en los supuestos arriba previstos. En este caso, los accionistas de la sociedad afectada posiblemente se dirigirían a la oferta concurrente no condicionada. Para evitar esto, el oferente desistido tendría que poder depositar inmediatamente una nueva oferta pública no condicionada⁽²⁵⁰⁾.

(248) En el Derecho vigente sí existe una coordinación entre OPA originaria y competidora, con independencia de si se han de notificar o no a las autoridades de defensa de la competencia.

Señala el art. 41.4 del RD OPAs: “Si la oferta competidora se presentara antes de la publicación de los anuncios de una oferta previa a los que se refiere el artículo 22, la Comisión Nacional del Mercado de Valores se lo hará saber al nuevo oferente, manifestándole que la suya quedará sometida al régimen propio de las ofertas competidoras y suspenderá su tramitación hasta la autorización de la oferta previa.

Publicada la primera oferta, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dará un plazo de 10 días naturales al oferente que promovió la oferta competidora para que ratifique las condiciones de ésta o, cuando fuera necesario, las mejore en la forma que determina el artículo siguiente”.

(249) Art. 31 del RD OPAs. Vid. BUCHER, F., *Droit de la concurrence...*, cit., pp. 5 y 6.

(250) Lo que no parece permitir, en todos los casos, el art. 39 del RD OPAs. Esta cuestión se plantea de forma distinta y más clara en el Derecho francés. Vid. BUCHER, F., *Droit de la concurrence...*, cit., p. 6. Recordemos que en el Derecho francés la OPA se puede condicionar a que si se inicia la segunda fase del procedimiento, la OPA caduca y solo una vez que haya terminado el control de la competencia con una decisión de compatibilidad el antiguo oferente puede lanzar una nueva oferta. Pues bien, si el anterior supuesto se da y la oferta llega a caducar para evitar que los accionistas de la sociedad afectada se dirijan a la oferta concurrente no condicionada, se señala que nada impide al antiguo oferente cuya oferta ha caducado depositar una nueva oferta pública, en este caso no condicionada por el Derecho de las concentraciones, sin esperar a que termine la fase segunda del procedimiento.

2. Remisión del expediente por las autoridades comunitarias a nuestras autoridades de control y viceversa

En la remisión de los expedientes de concentración realizada por las autoridades comunitarias a nuestras autoridades nacionales de control, y viceversa, también ocasionalmente se contempla el supuesto en el que una operación de concentración esté vinculada a una oferta pública de adquisición de valores.

En efecto, en primer lugar, puede suceder que una operación de concentración que tenga una dimensión comunitaria se remita excepcionalmente para su conocimiento a las autoridades de un Estado miembro. La solicitud de remisión puede hacerse antes de haber sido notificada a la Comisión o después de haber realizado tal notificación.

En segundo lugar, también se examina el caso en que la operación de concentración tiene una dimensión nacional y sin embargo se remite excepcionalmente para su conocimiento a la Comisión comunitaria. También aquí la solicitud de remisión puede hacerse antes de haber sido notificada la operación de concentración a la autoridad nacional de defensa de la competencia o después de haber sido realizada dicha notificación.

Por consiguiente, en ambos casos, tanto si la remisión se dirige al Estado miembro o a la Comisión, puede realizarse bien después de haber sido notificada a las autoridades de defensa de la competencia o previamente a tal notificación. En este último caso se señala que las solicitudes de remisión previa a la notificación tienen que referirse a concentraciones cuyo plan sea suficientemente concreto. A este respecto, en el caso de una oferta pública de adquisición debe mediar cuando menos un anuncio público de la intención de presentar la oferta⁽²⁵¹⁾.

Antes de referirnos a ambos tipos de remisión, creemos que también en este caso la decisión de compatibilidad de la operación de las autoridades de defensa de la competencia puede ser anterior o posterior al momento en que termine el plazo de aceptación de la oferta pública de adquisición de valores, si bien al introducirse por medio el procedimiento de remisión, con sus correspondientes plazos, lo normal será que la decisión de compatibilidad de la operación de concentración dada por las autori-

⁽²⁵¹⁾ Punto 66 de la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, 5 de marzo de 2005). Solución ya prevista en el considerando 34 y en el art. 4.1 del Reglamento de concentraciones n.º 139/2004 del Consejo.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que cuando la remisión sea previa a la notificación, si esa remisión se ha realizado sobre la base de un formulario con información incorrecta o incompleta, la Comisión y/o los Estados miembros pueden plantear una remisión posterior a la notificación que revierta una remisión previa a la notificación basada en información incorrecta o incompleta. Vid. punto 60 de la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, 5 de marzo de 2005).

dades de defensa de la competencia se produzca una vez finalizado el plazo de aceptación de la OPA y liquidadas las operaciones a que dé lugar⁽²⁵²⁾.

Todas las apreciaciones anteriores requieren de una exposición, necesariamente sucinta, de los distintos procedimientos a través de los cuales se lleva a cabo la remisión de los expedientes de concentración de empresas. Esto es lo que realizaremos a continuación.

A) La remisión de una operación de concentración de dimensión comunitaria por parte de la Comisión a nuestro país

Esta remisión se menciona en nuestro derecho, señalando escuetamente que a partir de ese momento al expediente se le aplica la normativa sobre defensa de la competencia española y que la remisión por la Comisión Europea a España se realiza conforme a lo establecido en el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero, sobre el control de las concentraciones entre empresas⁽²⁵³⁾.

El supuesto de hecho se produce cuando la concentración de dimensión comunitaria puede afectar de manera significativa a la competencia en un mercado de un Estado miembro que presenta todas las características de un mercado definido y, por tanto, debe ser examinada, total o parcialmente, por dicho Estado miembro⁽²⁵⁴⁾.

La remisión se realiza de acuerdo con un procedimiento que es distinto según que la remisión se haga previamente a la notificación de la operación de concentración a la Comisión o se realice después de realizada la notificación de la operación a la Comisión.

1) En el primer caso, *cuando la remisión sea previa a la notificación*⁽²⁵⁵⁾, la iniciativa, en nuestro caso, parte de la persona o empresa que adquiera el control de la totalidad o de partes de una o varias empresas que informará, mediante escrito motivado a la Comisión de que la concentración puede afectar de manera significativa a la competencia en un mercado de un Estado miembro que presenta todas las característi-

⁽²⁵²⁾ En relación a la suspensión de los plazos nacionales para resolver por las Autoridades de la Competencia, como consecuencia de una remisión a la Comisión en virtud del art. 22 del Reglamento (CE) núm. 139/2004 del Consejo, vid. NAVARRO VARONA, E., "Del Procedimiento de Control de Concentraciones Económicas", en J. MASSAGUER y otros, *Comentario a la Ley de Defensa de la Competencia*, cit., p. 652.

⁽²⁵³⁾ Art. 8.2 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia y art. 64 del Reglamento de Defensa de la Competencia.

⁽²⁵⁴⁾ Arts. 4.4 y 9.2 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

⁽²⁵⁵⁾ Art. 4.4 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

cas de un mercado definido. Cuando se trate de una oferta pública, el escrito motivado lo presentará el oferente ⁽²⁵⁶⁾.

La Comisión transmitirá este escrito motivado sin demora a todos los Estados miembros y el Estado miembro al que se refiera el escrito motivado manifestará su acuerdo o desacuerdo en lo relativo a la solicitud de remisión del asunto en el plazo de 15 días laborables desde la recepción del escrito. Si dicho Estado miembro afectado no adopta una decisión en ese plazo se considerará que está de acuerdo.

Si el Estado miembro no está en desacuerdo la Comisión puede decidir la remisión total o parcial del asunto a las autoridades competentes de dicho Estado miembro con objeto de que se aplique su normativa nacional en materia de competencia, en un plazo de 25 días laborables desde la recepción del escrito motivado ya mentado. Nuevamente aquí se establece el silencio positivo, pues si la Comisión no adopta una decisión en el plazo citado se considerará que ha decidido remitir el asunto ⁽²⁵⁷⁾.

Si la Comisión decide o se considera que ha decidido remitir el asunto en su integridad, lógicamente ya no se habrá de presentar notificación a la Comisión ⁽²⁵⁸⁾.

Una vez realizada la remisión, la decisión corresponde a las autoridades nacionales que como, hemos indicado más arriba, aplicarán su propia normativa, además de lo dispuesto en los apartados 6 a 9 del Reglamento (CE) 139/2004 ⁽²⁵⁹⁾. Según esta nor-

⁽²⁵⁶⁾ El escrito motivado se lleva a cabo a través del formulario EM [EM= escrito motivado con arreglo a los apartados 4 y 5 del artículo 4 del Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo]. Vid. dicho formulario en el Anexo III del Reglamento (CE) n.º 802/2004 de la Comisión, de 21 de abril de 2004, por el que se aplica el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de concentraciones entre empresas. En el punto C de este formulario EM se señala que el escrito motivado lo cumplimentarán conjuntamente las partes de la fusión o las partes que adquieran el control conjunto, según corresponda, o cuando se trate de la adquisición de una participación de control en una empresa por otra será la empresa adquirente la que presente el escrito motivado. Cuando se trate de una oferta pública para la adquisición de una empresa el escrito motivado lo presentará el oferente.

⁽²⁵⁷⁾ Cuando con el escrito motivado se presentó información incorrecta o engañosa la Comisión puede exigir que se le notifique el asunto. Vid. Punto B del Formulario EM, relativo a la “Obligación de presentar un escrito motivado correcto y completo”. Vid. también el punto 60 de la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, de 5 de marzo de 2005).

⁽²⁵⁸⁾ En el caso de una remisión parcial el Estado miembro afectado aplicará su legislación nacional en materia de competencia a la parte remitida del asunto. Para la parte restante del asunto se seguirá aplicando el Reglamento de concentraciones y, en este caso sí, las empresas afectadas tendrán la obligación de notificar a la Comisión la parte no remitida. Vid. punto 49 de la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, de 5 de marzo de 2005).

⁽²⁵⁹⁾ Art. 4.4 último párrafo del Reglamento (CE) n.º 139/2004. Posiblemente estas dos normativas no estén suficientemente coordinadas. En este caso, se podría exigir la aplicación de la normativa nacional en virtud del art. 9.9 del Reglamento (CE) n.º 139/2004: “*De conformidad con las disposiciones pertinentes del Tratado, cualquier Estado miembro podrá interponer un recurso ante el Tribunal de Justicia y pedir, en particular, la aplicación del artículo 243 del Tratado a efectos de la aplicación de su normativa nacional en materia de competencia*”.

mativa comunitaria⁽²⁶⁰⁾, la autoridad competente del Estado miembro en cuestión decidirá sobre el caso sin demora indebida, y en el plazo de 45 días laborables contados a partir de la remisión por parte de la Comisión la autoridad competente del Estado miembro informará a las empresas afectadas del resultado de su análisis preliminar y, en su caso, de qué actuación tiene intención de realizar. Cuando la normativa nacional exija una notificación, el plazo de 45 días laborables comenzará a computarse el día laborable posterior al de la recepción, por parte de la autoridad competente de dicho Estado miembro, de una notificación completa.

No obstante, el Estado miembro en cuestión podrá, con carácter excepcional, suspender dicho plazo cuando las empresas afectadas no le hayan facilitado la información necesaria de acuerdo con su normativa nacional en materia de competencia.

2) El segundo caso⁽²⁶¹⁾ se refiere a la remisión por parte de la Comisión de una concentración que previamente le ha sido notificada. El procedimiento a seguir en este caso sería el siguiente: una vez que recibe la Comisión la notificación de la operación de concentración, ésta le remite una copia de la notificación al Estado miembro para que en el plazo de 15 días laborables a partir de la recepción de la copia de la notificación comunique a la Comisión que la concentración amenaza con afectar de forma significativa a la competencia en un mercado definido de ese Estado.

A continuación, si la Comisión considera que no se trata de un mercado definido o no existe tal amenaza decidirá tramitar ella misma el asunto.

Si, por el contrario, la Comisión considera que se trata de un mercado definido y existe tal amenaza decidirá bien tramitar ella misma el asunto o bien remitir el asunto total o parcialmente a las autoridades competentes del Estado miembro en cuestión a fin de que se aplique su normativa nacional en materia de competencia. La decisión siempre será la de remitir total o parcialmente el asunto al Estado miembro afectado, previa solicitud de éste, cuando la concentración, además de afectar a un mercado definido del Estado miembro, no constituya una parte sustancial del mercado común.

La decisión de proceder a la remisión se adoptará por regla general en un plazo de 35 días hábiles contados desde la notificación⁽²⁶²⁾, si la Comisión no ha incoado el procedimiento después de comprobar que la concentración notificada presenta serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común, o bien en el plazo de 65 días laborables a partir de la notificación de la concentración, si la Comisión ha incoado el procedimiento⁽²⁶³⁾. Si en ese plazo de 65 días laborables la Comisión no ha

⁽²⁶⁰⁾ Art. 9.6 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

⁽²⁶¹⁾ Art. 9 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

⁽²⁶²⁾ Vid. Punto 50 de la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, de 5 de marzo de 2005).

⁽²⁶³⁾ Este plazo de 65 días se podrá suspender excepcionalmente cuando la Comisión, por circunstancias de las que sea responsable una de las empresas participantes en la concentración, se haya visto obligada a solicitar información u ordenar una inspección [art. 10.4 del Reglamento (CE) n.º 139/2004].

adoptado una decisión de remisión o de denegación de la remisión se considerará que ha decidido remitir el asunto al Estado miembro en cuestión⁽²⁶⁴⁾.

En este caso, al igual que sucedía en el apartado anterior, a pesar de señalarse que se aplicará la normativa nacional, la normativa comunitaria da las siguientes pautas: La autoridad competente del Estado miembro en cuestión decidirá sobre el caso sin demora indebida. En el plazo de 45 días laborables a partir de la remisión por parte de la Comisión la autoridad competente del Estado miembro de que se trate informará a las empresas afectadas del resultado de su análisis preliminar y, en su caso, de qué actuación tiene intención de realizar. Cuando la normativa nacional exija una notificación, el plazo de 45 días laborables comenzará a computarse el día laborable posterior al de recepción, por parte de la autoridad competente de dicho Estado miembro, de una notificación completa. El Estado miembro en cuestión podrá, con carácter excepcional, suspender dicho plazo cuando las empresas afectadas no le hayan facilitado la información necesaria de acuerdo con su normativa nacional en materia de competencia⁽²⁶⁵⁾. Finalmente la posible descoordinación entre normativa nacional y comunitaria se podría salvar en base al art. 9.9 del Reglamento (CE) n.º 139/2004: *“De conformidad con las disposiciones pertinentes del Tratado, cualquier Estado miembro podrá interponer un recurso ante el Tribunal de Justicia y pedir, en particular, la aplicación del artículo 243 del Tratado a efectos de la aplicación de su normativa nacional en materia de competencia”*.

- B) La remisión de una operación de concentración de dimensión nacional por parte de las autoridades de un Estado miembro a la Comisión⁽²⁶⁶⁾

También en este supuesto hay dos tipos de procedimiento para efectuar esta remisión, según que la petición se realice antes o después de la notificación a las autoridades de defensa de la competencia. Si la remisión es definitiva, la Comisión Nacional de la Competencia podrá no iniciar el procedimiento, en el primer caso, o acordar el archivo de las actuaciones o expedientes incoados⁽²⁶⁷⁾.

⁽²⁶⁴⁾ Art. 9.4 y 5 del Reglamento (CE) n.º 139/2004. Estos plazos (de 35 y 65 días) quedarán suspendidos cuando la Comisión tenga que adoptar una decisión para requerir información o realizar alguna inspección. Vid. art. 9 del Reglamento (CEE) n.º 802/2004 de la Comisión, de 21 de abril de 2004, por el que se aplica el Reglamento comunitario de concentraciones.

⁽²⁶⁵⁾ Art. 9.6 del Reglamento (CE) n.º 139/2004.

⁽²⁶⁶⁾ Señala el considerando 12 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004 que *“Las concentraciones pueden quedar sujetas a un examen bajo diferentes sistemas nacionales de control de concentraciones si no superan los umbrales de volumen de negocios establecidos en el presente Reglamento. La notificación múltiple de una misma operación incrementa la inseguridad jurídica, el esfuerzo y los costes para las empresas y puede conducir a evaluaciones contradictorias. Por consiguiente, se ha de desarrollar el sistema que permite a los Estados miembros remitir las concentraciones a la Comisión”*.

⁽²⁶⁷⁾ Art. 44.c) del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

1) En el primer caso, cuando **la remisión sea previa a la notificación** ⁽²⁶⁸⁾, *el supuesto de hecho* de que se trate es que se trate de una concentración que no tiene dimensión comunitaria y que es susceptible de ser analizada en virtud de la normativa nacional en materia de competencia de al menos tres Estados miembros.

En este caso, la persona o empresa que adquiera el control de la totalidad o de partes de una o varias empresas podrá, con anterioridad a cualquier notificación a las autoridades competentes, informar a la Comisión por medio de un escrito motivado ⁽²⁶⁹⁾ de que la concentración debería ser examinada por la Comisión.

La Comisión transmitirá este escrito sin demora a todos los Estados miembros. A partir de la recepción del escrito motivado todo Estado miembro competente para examinar la concentración en virtud de su normativa nacional dispone de un plazo de 15 días laborables para manifestar su desacuerdo con respecto a la solicitud de remitir el asunto. Cuando al menos un Estado miembro haya manifestado su desacuerdo no se remitirá el asunto. Cuando ningún Estado miembro haya manifestado su desacuerdo se considerará que la concentración tiene dimensión comunitaria y será notificada con carácter previo a la Comisión antes de su ejecución en cuanto se haya concluido el acuerdo, anunciado la oferta pública de adquisición o adquirido una participación de control, y también será posible proceder a la notificación cuando las empresas afectadas demuestren a la Comisión su intención de buena fe de concluir un acuerdo, o, en el caso de una oferta pública de adquisición, cuando hayan anunciado públicamente su intención de presentar la oferta (concentraciones proyectadas) ⁽²⁷⁰⁾.

2) El segundo caso se refiere a **la remisión a la Comisión de una operación de concentración previamente notificada a las autoridades de defensa de la competencia nacionales** ⁽²⁷¹⁾.

El supuesto de hecho es que se trate de una operación de concentración que no tenga dimensión comunitaria pero que afecte al comercio entre Estados miembros y amenace con afectar de forma significativa a la competencia en el territorio del Estado miembro o de los Estados miembros que presentan la solicitud.

⁽²⁶⁸⁾ Art. 4.5 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

⁽²⁶⁹⁾ En relación al escrito motivado, en principio vale todo lo que dijimos al referirnos a él en relación a la remisión de un asunto por parte de la Comisión a los Estados miembros.

⁽²⁷⁰⁾ Art. 4.1 y 2 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004. Se entiende que, en este caso, una vez remitido el asunto a la Comisión, en base a una información incorrecta en el escrito motivado, la Comisión estaría facultada, en virtud de la letra a) del apartado 3 del artículo 6 o de la letra a) del apartado 6 del artículo 8 del Reglamento comunitario de concentraciones, para revocar cualquier decisión a raíz de una remisión y, tras la revocación, la legislación nacional sobre competencia volvería a ser aplicada a la operación. Vid. Punto B (“Obligación de presentar un escrito motivado correcto y completo”) del Formulario EM, contenido en el Anexo III del Reglamento (CE) n.º 802/2004 de la Comisión, de 21 de abril de 2004, por el que se aplica el Reglamento comunitario de concentraciones. Vid. también Puntos 60 y 77 de la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, de 5 de marzo de 2005).

⁽²⁷¹⁾ Art. 22 del Reglamento (CEE) n.º 139/2004.

En efecto, en este caso, uno o varios Estados miembros pueden solicitar a la Comisión que examine la concentración⁽²⁷²⁾.

El plazo máximo para presentar la solicitud es de 15 días laborables a partir de la fecha de notificación de la concentración o, si no se exige notificación, a partir de la fecha de su comunicación al Estado miembro en cuestión⁽²⁷³⁾.

Recibida esa solicitud la Comisión informará sin demora a las autoridades competentes de los Estados miembros y a las empresas afectadas de cualquier solicitud recibida.

Luego, cualquier otro Estado miembro tendrá derecho a sumarse a la solicitud inicial en el plazo de 15 días laborables a partir de la fecha en que haya recibido de la Comisión la información sobre la solicitud inicial⁽²⁷⁴⁾.

La Comisión podrá, en el plazo de 10 días laborables desde la expiración del plazo de 15 días laborables que tiene cualquier Estado para sumarse a la solicitud, adoptar la decisión de examinar la concentración. Si la Comisión no adopta una decisión en el plazo citado se considerará que ha decidido examinar la concentración de conformidad con la solicitud. La Comisión informará a todos los Estados miembros y a las empresas afectadas de la decisión que haya adoptado y podrá exigir la presentación de una notificación.

⁽²⁷²⁾ Esta solicitud puede hacerse por iniciativa del Estado o Estados miembros en cuestión (art. 22.1 del Reglamento 139/2004) o a iniciativa de la Comisión, que podrá invitar a ese Estado o Estados miembros a presentar una solicitud (art. 22.5 del Reglamento 139/2004). Señala el Punto 50 de la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones, texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, de 5 de marzo de 2005), que en virtud del apartado 2 del art. 9 y del apartado 1 del art. 22, las remisiones posteriores a la notificación las realizan los Estados miembros de oficio o a instancia de la Comisión en virtud del apartado 2 del art. 9 y del apartado 5 del art. 22 respectivamente.

⁽²⁷³⁾ Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO D 56, 5 de marzo de 2005). Se señala en el Punto 50 de esta Comunicación que el término “comunicación” implica que se dispone de suficiente información para realizar un análisis preliminar con objeto de determinar si se reúnen los criterios para solicitar una remisión en virtud del art. 22 del Reglamento comunitario de concentraciones.

⁽²⁷⁴⁾ Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones. Texto pertinente a efectos del EEE (DO C 56, de 5 de marzo de 2005): en el Punto 50 de esta Comunicación se indica que el art. 22 permite que un Estado miembro se sume a la solicitud inicial aunque la concentración aún no le haya sido notificada. Ahora bien, se señala, es posible que los Estados miembros no estén en condiciones de hacerlo si en el momento en que la Comisión les comunica que otro Estado miembro ha presentado una solicitud de remisión aún no han recibido la información necesaria de las partes de la concentración. Por ello, continúa señalándose, a pesar de que los Estados miembros están facultados para dirigirse a las partes de la concentración con objeto de verificar si son competentes para revisar una operación concreta, se invita encarecidamente a las partes notificantes a que, siempre que sea posible, remitan su notificación de forma simultánea a todos los Estados miembros competentes. Según el art. 22.2 del Reglamento (CE), n.º 139/2004, *“El cómputo de todos los plazos nacionales relativos a la concentración quedará suspendido hasta que, de conformidad con el procedimiento establecido en el presente artículo, se haya decidido la jurisdicción que estudiará la concentración. En cuanto un Estado miembro haya informado a la Comisión y a las empresas de que se trate de que no desea sumarse a la solicitud, terminará la suspensión de sus plazos nacionales”*.

Cuando no se exija una notificación, el plazo para la incoación del procedimiento empezará a contar el día laborable siguiente a la fecha en que la Comisión informe a las empresas afectadas de que ha decidido examinar la concentración⁽²⁷⁵⁾. A continuación se seguirá el procedimiento de concentración, ya examinado, previsto en el ámbito comunitario y también se aplicará el art. 7 del Reglamento (CE) n.º 139/2004, sobre suspensión de la concentración siempre que la concentración no haya sido ejecutada en la fecha en que la Comisión informe a las empresas afectadas de que se ha presentado una solicitud⁽²⁷⁶⁾, cuestión esta última que obviamente no afecta a las ofertas públicas de adquisición de valores, al no producirse en este caso, como ya sabemos, el efecto suspensivo.

- C) Desaparición de la grave problemática jurídica que originaba la remisión de los expedientes de concentración vinculados a una oferta pública de adquisición de valores

Como ya hemos expuesto a lo largo de este trabajo, hasta la aprobación de la nueva Ley de Defensa de la Competencia y del nuevo Real Decreto sobre la oferta pública de adquisición de valores los dos pilares sobre los que se sustenta la oferta pública de adquisición de valores vinculada a una operación de concentración de empresas, a saber, el posible efecto suspensivo de la oferta pública de adquisición de valores una vez notificada la operación de concentración, por un lado, y, por otro, la posibilidad o no de condicionar la OPA, tenían efectos distintos según se operara en el ámbito del Derecho comunitario o en el ámbito del Derecho nacional.

En relación al llamado efecto suspensivo, en el Derecho comunitario, como ya hemos señalado, una vez notificada la operación de concentración vinculada a la oferta, esta última continuaba tramitándose, hasta llegar a su liquidación, con la única limitación de que no se podían ejercer los derechos de voto inherentes a las acciones adquiridas a través de la oferta pública de adquisición de valores (ausencia de efecto suspensivo o efecto suspensivo ilimitado). Por el contrario en el Derecho español la notificación de la operación vinculada a la oferta pública de adquisición de valores, paralizaba a esta última (efecto suspensivo ilimitado).

En relación a la posibilidad de condicionar la oferta, ya hemos visto que esto no era posible cuando de la operación de concentración conocían las autoridades de defensa comunitarias, mientras que sí era posible condicionar la oferta pública de adqui-

(275) Este plazo se fija en el art. 10.1 del Reglamento (CE) n.º 139/2004. Se refiere al plazo para incoar el procedimiento cuando la Comisión compruebe que la concentración notificada entra en el ámbito de aplicación del presente Reglamento y plantea serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común y que, en principio, como ya hemos visto, es de 25 días laborables contados a partir del día laborable siguiente a la fecha de recepción de la notificación.

(276) Art. 22.4 del Reglamento (CE) n.º 139/2004: *“El artículo 2, los apartados 2 y 3 del artículo 4 y los artículos 5, 6 y 8 a 21 serán aplicables cuando la Comisión examine una concentración con arreglo al apartado 3. El artículo 7 se aplicará siempre que la concentración no haya sido ejecutada en la fecha en que la Comisión informe a las empresas afectadas de que se ha presentado una solicitud”*.

sición de valores si de la operación de concentración conocían las autoridades nacionales de defensa de la competencia.

Las anteriores soluciones contenidas en el Derecho previgente originaban una grave problemática jurídica, tanto en relación al efecto suspensivo como en relación al posible condicionamiento de la oferta pública de adquisición de valores⁽²⁷⁷⁾.

Así, en relación al efecto suspensivo podía suceder que se remitiera el expediente por la Comisión a las autoridades nacionales una vez que se había abierto el plazo de aceptación de la oferta y se hubieran producido ya aceptaciones de esta. Una vez realizada la remisión podía suceder que, como en nuestro país si existía el efecto suspensivo, no sólo se paralizara la tramitación de la OPA sino que también se consideraran inválidas las aceptaciones ya realizadas. También podría preguntarse qué es lo que sucedería si se hubiera ya liquidado la oferta y adquirido los valores.

En el supuesto de condicionalidad de la OPA, si el expediente de concentración se remitía desde la Comisión a las autoridades nacionales, como no se prevía la condicionalidad de la OPA si de la operación de concentración conocía la Comisión⁽²⁷⁸⁾, la remisión a las autoridades nacionales planteaba si se podía condicionar la OPA sin más o si sólo se permitiría condicionar la OPA si se hubiera previsto tal posibilidad en el folleto, para el caso de que luego se produjera una remisión del expediente a las autoridades nacionales⁽²⁷⁹⁾.

Si el expediente se remitía desde las autoridades nacionales a la Comisión podría suceder que una OPA ya condicionada se convirtiera en no condicionada o incondicional, pudiéndose imponer por la Comisión condiciones relevantes a la operación de concentración, sin posibilidad de desistir⁽²⁸⁰⁾.

En el Derecho actual han desaparecido los anteriores problemas jurídicos, ya que hoy día hay ausencia de efecto suspensivo tanto en el Derecho comunitario como en el

⁽²⁷⁷⁾ Vid. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., pp. 99 y 100.

⁽²⁷⁸⁾ Art. 37 del Real Decreto 1197/1991 sobre ofertas públicas de adquisición de valores.

⁽²⁷⁹⁾ Vid. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., pp. 99 y 100, quienes entienden que si el oferente no lo hubiera indicado en el folleto existirían dudas sobre si la Comisión Nacional del Mercado de Valores admitiría tal posibilidad, ya que ello implicaría una modificación de las características de la oferta, no prevista dentro de las causas tasadas de modificación a las que se refería el art. 22 del antiguo Real Decreto 1197/1991, sobre ofertas públicas de adquisición de valores.

⁽²⁸⁰⁾ Vid. CANTOS BAQUEDANO, F., IZA MORENO, A., FRANCO GÓNGORA, D., “Legislación de control de concentraciones...”, cit., p. 100.

Derecho español ⁽²⁸¹⁾. Por otro lado, en el Derecho español vigente, la oferta pública de adquisición de valores se puede condicionar tanto si de la operación de concentración conocen las autoridades de control comunitarias como las españolas. Todo lo anterior significa que cuando se remite un expediente de concentración desde las autoridades españolas a las comunitarias o viceversa, como el no efecto suspensivo y la posibilidad de condicionar la oferta juegan en ambos ordenamientos, la remisión de los expedientes no plantea la problemática jurídica, a la que ya nos hemos referido, del Derecho anterior.

(281) Aun así, pueden existir diferencias en este punto según se aplique la normativa comunitaria o la normativa nacional, ya que si bien la notificación de la operación a las autoridades de defensa de la competencia no paraliza la OPA en ninguno de los ordenamientos, hasta que no recaiga el plácat de las autoridades de la competencia, según la normativa comunitaria se suspenden los derechos de voto, mientras que en la normativa española si bien, en principio, también se suspenden sólo los derechos de voto, cabe, como vimos en su momento, defender, en algunos casos, también la suspensión de todos los derechos políticos.

CRÓNICA

JUSTIFICACIÓN DE LA APLICACIÓN A LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA DEL SISTEMA DE CONTROL Y LA NORMATIVA DE CARÁCTER FINANCIERO ESTABLECIDA EN EL MERCADO DE VALORES

CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA

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

RESUMEN

Los fondos de inversión inmobiliaria además de estar regulados por una normativa especial que tiene en cuenta el carácter inmueble de las inversiones también son objeto de una serie de disposiciones legales que resultan dictadas de forma común tanto para las instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero como para las de carácter financiero. Ahora bien, dado que tal régimen jurídico común se encuentra inspirado en torno a la regulación de éstas, se produce una dependencia lógica por la que los fondos de inversión inmobiliaria experimentan en su regulación una aproximación al panorama jurídico normativo del mercado financiero. Como consecuencia de lo anterior, pues, se plantea la necesidad de determinar la razón de ser de la imposición del principio de homogeneización entre los fondos de inversión inmobiliaria y los mobiliarios sobre la base de estos, así como la exigencia de analizar las consecuencias que tal circunstancia es susceptible de producir.

Palabras clave: *Fondos de inversión inmobiliaria, mercado de valores.*

ABSTRACT

Resides being adjusted by special regulation that has into account the real estates investment trust are also object of a series of legal dispositions which are imposed in a common way both for the collective investment institutions of non financial character and those of financial character. However, given that the common system is inspired by the regulations of such institutions, a logical dependence is produced by which the real estates investment trust experience an approximation to the stock market in their regulation. As a consequence, it is proposed the necessity to determine the imposition of the homogenization between the real estates investments trust and the institutions of financial character on the basis of those funds, a well as the demand to analyse the consequences generated by that circumstance.

Key words: *Real estate investment trust, stock market.*

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO INICIAL.
- II. EL PRINCIPIO DE HOMOGENEIDAD IMPUESTO A LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA SOBRE EL PANORAMA JURÍDICO DEL MERCADO FINANCIERO: SU RAZÓN DE SER. EL TRATAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA COMO UN INTERMEDIARIO FINANCIERO.
- III. CONSECUENCIAS.
 - 1. Vinculación al régimen de supervisión, inspección, sanción e intervención de la CNMV.**
 - 2. Vinculación a los principios de protección e igualdad del inversor: las normas de actuación del mercado de valores.**
 - A) Tutela del partícipe como inversor.
 - A.1. Las normas de relación con la clientela.*
 - A.2. Las normas de conducta.*
 - 3. Vinculación al principio de transparencia.**
 - A) Obligación de información de los fondos de inversión inmobiliaria.
 - 4. Vinculación al principio de profesionalidad de los intermediarios financieros.**
 - A) Exigencia de requisitos en la estructura de los FII y en el desarrollo de sus funciones.
 - 5. Vinculación al principio de apelación al ahorro público.**

I. PLANTEAMIENTO INICIAL

Los fondos de inversión inmobiliaria son calificados como clase de institución de inversión colectiva no financiera por el derecho positivo español, en tanto que su objeto principal está constituido por la inversión en bienes inmuebles de naturaleza

urbana⁽¹⁾ para su arrendamiento (arts. 35.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 56 y 60.2 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), es decir, mayoritariamente por activos distintos de los de carácter financiero. Según este criterio, pues, la principal diferencia entre las instituciones de inversión colectiva financieras y no financieras está en el tipo de bienes que constituyen el patrimonio de ambas instituciones.

La necesidad de tal distinción se fundamenta en que jurídicamente el carácter inmueble de las inversiones impone especiales criterios⁽²⁾ de valoración⁽³⁾, de regis-

(1) En base al art. 56 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se considerarán inversiones en inmuebles de naturaleza urbana:

a) Las inversiones en inmuebles finalizados, entendiéndose incluidas tanto las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles (siempre que la adquisición de aquella sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis meses desde su adquisición y el inmueble sea objeto de arrendamiento a partir de ésta), las inversiones en entidades de arrendamiento de viviendas referidas en el capítulo III del título VII del texto refundido de la Ley del impuesto sobre sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, así como las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, siempre que éstos sean objeto de arrendamiento.

b) Las inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso si se adquieren sobre plano, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar.

c) La compra de opciones de compra cuando el valor de la prima no supere el cinco por ciento del precio de ejercicio del inmueble, así como los compromisos de compra a plazo de inmuebles, siempre que el vencimiento de las opciones y compromisos no supere el plazo de dos años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad.

d) La titularidad de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles, siempre que les permita cumplir su objetivo de ser arrendador.

e) La titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles.

(2) Estimando la naturaleza de la inversión como criterio que comporta peculiaridades en el desarrollo normativo de las instituciones *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliaria en el derecho español y en el derecho portugués”, *RDBB*, n.º 32, 1988, p. 788; OSÁCAR GARAICOECHEA, C., *Manual de los fondos de inversión inmobiliaria*, Ed. Inversor Ediciones, Madrid, 1995, p. 25; FAZIO, A., “L’intermediazione finanziaria no bancaria”, *RDS*, n.º 31, 1986, p. 948; HAZTELMANN, E., *Beck-Rechtslexika: Wertpapierrecht*, Munich, 1971, p. 86.

(3) La valoración del patrimonio del fondo es fundamental. El partícipe es copropietario del mismo y necesita saber el valor de su inversión. Algunos bienes tienen valores de referencia objetivos que permiten establecer con precisión el precio exacto de un valor en un momento determinado. Tal es el caso de las acciones, obligaciones y otros valores mobiliarios. En el caso de los fondos de inversión inmobiliarios, la situación es distinta, dado que la carencia de criterios objetivos de mercado dificulta consiguientemente la posibilidad de realizar una valoración adecuada con las consecuencias negativas que sobre el funcionamiento del fondo puede tener y el riesgo que ello significaría para el inversor (en este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliaria...” *op. cit.*, p. 812; *id.*, “Fondos y sociedades de inversión inmobiliaria: la Orden de 24 de septiembre de 1993”, *RDBB*, n.º 52, 1993, p. 1223; LLEVADOT ROIG, R.M., “Los llamados fondos de inversión inmobiliaria”, *Revista Jurídica de Cataluña*, n.º 1, 1973, p. 55; OSÁCAR GARAICOECHEA, C., *Manual de los fondos...* *op. cit.*, p. 43; LÓPEZ MILLA, J., *Los fondos de inversión inmobiliaria en España*, Ed. Universidad de Alicante, Alicante, 1997, p. 33). Es por todo esto por lo que se establece un sistema de verificación objetiva por parte de expertos constituido en torno a la sociedad de tasación (arts. 57 y 63.4 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

tro⁽⁴⁾, de diversificación del riesgo (art. 61 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre)⁽⁵⁾, de prevención de los posibles conflictos de interés (art. 58 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como sobre la integración del activo del fondo (art. 56 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), las aportaciones permitidas para la constitución o ampliación del mismo (art. 63.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), el régimen de las participaciones y de su suscripción y reembolso (arts. 38.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 63.3 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), en su denominación (art. 35.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre) y en general de gestión y administración que darán lugar a normas de funcionamiento distintas y al requerimiento de diferentes perfiles profesionales⁽⁶⁾ en aras de procurar un óptimo cauce que permita crear unas determinadas estructuras en su funcionamiento que posibiliten a muchos pequeños ahorradores beneficiarse de las mismas ventajas que los grandes inversores.

No obstante, lo anterior no debe hacernos olvidar que los fondos de inversión inmobiliaria operan como instrumentos de captación pública de recursos a través de la emisión de participaciones canalizando el ahorro privado hacia la inversión⁽⁷⁾ y que

(4) Las titularidades múltiples y cambiantes de los bienes que integran el fondo de inversión inmobiliaria generan un problema a efecto de poder explicar que los poderes de administración y disposición sobre los mismos estén en manos de sujetos distintos de los partícipes, a los que aparentemente el art. 3.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, les atribuye la titularidad dominical (*vid.* LLEVADOT ROIG, R.M., “Los llamados fondos de inversión inmobiliaria...”, *op. cit.*, p. 51; TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliaria...” *op. cit.*, p. 812). Ahora bien, el hecho de que las inversiones en inmuebles que integren el activo de estas instituciones tengan que ser inscritas en el registro de la propiedad a nombre del propio fondo (art. 56.3 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), además de que éste sea inscrito en el registro mercantil, a pesar de carecer de personalidad jurídica (arts. 3.1 y 10.6 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre) y de la diferente y separada contabilidad que ha de llevar la sociedad gestora de ella misma y del fondo, permite solventar el escollo, tal y como advierten ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., “Los fondos de inversión inmobiliaria. Aproximación a su régimen jurídico”, *RCDI*, pp. 29 y 30, ante la posibilidad de poderse sustentar por ello la subjetivización del fondo de inversión como un patrimonio especial de destino, y de esta manera, al poder brindar a esta institución una mejor respuesta a su imbricación en nuestro sistema jurídico.

(5) La falta de liquidez constituye una de las notas económicas negativas de los fondos de inversión inmobiliaria, que puede ser atenuada obligando a éstos a mantener un porcentaje de su patrimonio invertido en valores de fácil realización bursátil.

(6) En efecto. Mientras que las instituciones de inversión colectiva financieras necesitan de personas con conocimiento y experiencia en mercados financieros, los inmobiliarios necesitan además expertos inmobiliarios.

(7) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2000, p. 108 y 109; CASAS JURADO, A.C., *El mercado español de los fondos de inversión*, Ed. Universidad de Granada, Granada, 2003, p. 34; OSÁCAR GARAIKOECHEA, C., *Manual de los fondos...* *op. cit.*, p. 23; MARTÍNEZ SEDANO, M.A., “Las instituciones de inversión colectiva como instrumento canalizador del ahorro: los fondos de inversión”, en AA.VV., *El papel del ahorro e inversión en el desarrollo económico*, Ed. Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras, Vitoria, 1995, p. 89; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de inversión colectiva (sociedades y fondos de inversión)”, *RDBB*, n.º 35, 1989, p. 529; CUERVO GARCÍA, A., PAREJO GAMIR, J.A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., *Manual de sistema financiero. Instituciones, mercados y medios en España*, Ariel, Barcelona, 1987, pp. 338 y ss.; FERNÁNDEZ RAÑADA, P., “Las sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Las instituciones de inversión colectiva”, *Papeles de Economía Española*, n.º 12, 1980, pp. 7 a 11.

justificado en este ámbito más amplio que aúna a todas las instituciones de inversión colectiva y cuya vocación de generalidad queda manifestada en la noción común que sobre ellas otorga el art. 1.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, con independencia de su clase, el legislador les confiere una normativa común en algunos aspectos que desprende el deseo de mantener, hasta donde sea permisible, un régimen homogéneo para estas instituciones de inversión colectiva no financieras respecto de las instituciones de inversión colectiva financieras. Este principio de homogeneidad se manifiesta en la regulación de los principios generales de las formas jurídicas que pueden adoptar las instituciones de inversión colectiva, esto es, fondo (arts. 3 a 8 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 2 a 5 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) y sociedad (art. 9 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 6 y 7 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) y los derechos mínimos reconocidos a los partícipes (art. 5 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre). También se establecen disposiciones comunes básicas aplicables en relación con el acceso a la actividad y su ejercicio (arts. 10 a 12 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 8 a 15 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), las causas de suspensión y revocación de la autorización (art. 13 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 16 y 17 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) y la reserva de actividad y denominación (art. 14 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 18 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como en relación con la regulación de la comercialización trasfronteriza de las participaciones (arts. 15 y 16 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 19 y 20 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), el contenido mínimo, la periodicidad y la forma de difusión de los folletos completo y simplificado y de los informes anual, semestral y trimestral (arts. 17 a 22 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 21 a 32 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), y las normas reguladoras del proceso de disolución, liquidación, transformación, fusión, escisión y traspaso de participaciones (arts. 24 a 28 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 33 a 35 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Además, y en la misma línea, se regulan conjuntamente la aplicación de las normas que tienen por objeto fijar el régimen de actuación de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (arts. 40 a 56 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 64 a 90 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), la actividad del depositario (arts. 57 a 64 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 91 a 95 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), y las normas de conducta, la supervisión, la intervención y sustitución, así como el régimen sancionador que les afecta (arts. 65 a 94 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 96 a 100 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

Pero, dado que este régimen común está inspirado en la regulación de las instituciones de inversión colectiva financieras, las primeras en torno a las que se acometió su proceso normativo y la base en la que fueron moldeadas las no financieras⁽⁸⁾, se produce una dependencia lógica por la que los fondos de inversión inmobiliaria experimentan de tal modo en su regulación una aproximación al panorama jurídico normativo del mercado financiero.

⁽⁸⁾ En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliaria...” *op. cit.*, p. 789.

Como consecuencia de lo anterior, pues, se plantean una serie de cuestiones, cuales son, por una parte, determinar la razón de ser de la imposición del principio de homogeneización entre los fondos de inversión inmobiliaria y los mobiliarios sobre la base de estos, y por otra, analizar las consecuencias que tal circunstancia genera, esto es, la aplicación a aquellos de un férreo sistema de control, así como de una normativa de carácter financiero inserta en el marco del mercado de valores. A resolver las citadas controversias irán dirigidas las siguientes líneas.

II. EL PRINCIPIO DE HOMOGENEIDAD IMPUESTO A LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA SOBRE EL PANORAMA JURÍDICO DEL MERCADO FINANCIERO: SU RAZÓN DE SER. EL TRATAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA COMO UN INTERMEDIARIO FINANCIERO

La regulación de las instituciones de inversión colectiva ha pasado por una serie de etapas:

El primero de los períodos⁽⁹⁾ se singularizó por tratarse de una etapa de formación dispersa, cuyo origen está en la Ley de 15 de julio de 1952 y que se caracterizó por sus objetivos esencialmente fiscales, por el carácter dispositivo de la normativa aplicable y por la regulación separada y sucesiva en el tiempo de las dos categorías fundamentales que integraban a las instituciones de inversión colectiva, es decir, las sociedades y los fondos de inversión mobiliaria. En efecto, en esta fase inicial existe un primer período en el cual se regulan las sociedades de inversión mobiliaria, más fácilmente adaptables al derecho español al poseer una estructura claramente societaria, a través de la Ley de 15 de julio de 1952 sobre régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria, la cual fue derogada por la Ley de 26 de diciembre de 1958, y en las que el Decreto-Ley 10/1959, de 21 de julio, les autorizó para la

⁽⁹⁾ En referencia a este período *vid.* MARTÍN OVIEDO, J.M., *Régimen jurídico y fiscal de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria*, Madrid, 1967, p. 7 y ss.; LLEVADOT ROIG, R.M., “Los llamados fondos de inversión...” *op. cit.*, p. 41 y 42; MATEOS APARICIO, P.: *La inversión mobiliaria colectiva*, Ed. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense, Madrid, 1976, pp. 4 a 13; POO CUE, M., *Comportamiento del mercado de valores 1965-1974. Impacto de la inversión colectiva*, Madrid, 1980, p. 342 y ss.; FERNÁNDEZ RAÑADA, P., “Las sociedades y fondos de inversión mobiliarias. Las instituciones de inversión colectiva”, *Papeles de Economía Española*, n.º 14, 1986, p. 11 a 13; TORRECILLA FRADEJAS, A., “Las instituciones del mercado financiero: la inversión colectiva”, en AA.VV. (dir. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA), *Curso de introducción a bolsa*, Madrid, 1987, p. 841; CUERVO GARCÍA, A., PAREJO GAMIR, J.A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., *Manual de sistema financiero. Instituciones, mercados y medias en España*, Ariel, Barcelona, 1987, p. 338 y ss.; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de inversión colectiva (sociedades y fondos de inversión)”, *RDBB*, n.º 35, 1989, p. 529 y ss.; *id.*: “Instituciones de inversión colectiva”, en AA.VV. (dir. GARCÍA VILLAVERDE, R.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Ed. Consejo General de los Corredores de Comercio, Madrid, 1990, p. 129 y 130; TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliaria...” *op. cit.*, p. 796; *id.*, *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 105; RAMOS GASCÓN, F.J., “El desarrollo de los fondos de inversión. Influencia de su régimen fiscal”, *RDBB*, n.º 50, 1993, p. 507; CASAS JURADO, A.C., *El mercado español...*, *op. cit.*, p. 74 y ss.

tenencia de acciones de sociedades extranjeras, y de la cual se hizo uso por el Decreto 2305/1959, de 17 de diciembre, actualizado y adaptado a la Ley de reforma del sistema tributario de 11 de junio de 1964 por Decreto de 1966. Un segundo período de la citada etapa vino a caracterizarse por la aparición de los fondos de inversión mobiliaria dado que, en base a la intención pretendida por la Ley de bases de ordenación del crédito y la banca de 14 de abril de 1962, de ofrecer mayores y más atractivos cauces hacia la inversión directa, su base octava vino a recoger el mandato por el que se demandaba perfeccionar la legislación vigente sobre sociedades de cartera. De esta forma, vio la luz el Decreto Ley 7/1964, de 30 de abril, sobre sociedades y fondos de inversión y bolsas de comercio, por el que se regulaban las condiciones jurídico-fiscales de las sociedades de inversión mobiliaria, con una breve referencia a las de capital variable, que debería ser desarrollado por el Gobierno, y por el que además se procedía a la creación jurídica de la figura de los fondos de inversión en dos modalidades, una integrada por los fondos de inversión mobiliarios (art. 7) y otra por los fondos cuyo fin exclusivo fuese la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de acciones de sociedades cuyo único objeto social sea la posesión y administración de bienes inmuebles, su compraventa, explotación, edificación, urbanización, parcelación, y en general cuantas actividades se relacionasen directamente con la propiedad inmobiliaria (art. 8). No obstante, y aun cuando de esta manera la norma consideraba la posibilidad de crear fondos de inversión inmobiliaria, se refería a ellos como una institución de inversión colectiva de carácter financiero, dado que su patrimonio se limitaba a acciones de sociedades cuyo objeto social debía estar relacionado con la propiedad inmobiliaria pero no con aquellos donde los fondos de inversión inmobiliaria fuesen ellos mismos poseedores de inmuebles para su explotación. Ahora bien, dado que aquella mención legal carecía del oportuno desarrollo normativo, quedó sin aplicación práctica⁽¹⁰⁾. Posteriormente, las Leyes 50/1977, de 14 de noviembre, sobre medidas urgentes de reforma fiscal y 44/1978, de 8 de septiembre, afectaron al régimen de tributación de las sociedades de inversión mobiliaria, y la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, reguló el régimen de tributación de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria.

Como consecuencia de lo anterior, la segunda de las etapas⁽¹¹⁾ arranca de tal forma con una regulación incompleta y dispersa sobre las instituciones de inversión

⁽¹⁰⁾ En efecto, tal y como advierten TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión...” *op. cit.*, p. 798; LÓPEZ MILLA, J., *Los fondos de inversión...*, *op. cit.*, p. 10; ORTÍ VALLEJO, A., GARCÍA GARNICA, M.C., “Los fondos de inversión...” *op. cit.*, p. 8, sólo se procedió al desarrollo reglamentario de los fondos de inversión mobiliarios. Estas normas se contienen en la Orden de 1 de diciembre de 1970 por la que se da nueva redacción al régimen jurídico fiscal de los fondos de inversión mobiliaria previstos en el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, orden que fue modificada por la de 22 de diciembre de 1971.

⁽¹¹⁾ Pronunciándose en términos generales sobre el citado período *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 105; *id.*, “Los fondos de inversión...” *op. cit.*, pp. 792, 796 y 799; LÓPEZ MILLA, J., *Los fondos de inversión...*, *op. cit.*, p. 10, y ORTÍ VALLEJO, A. GARCÍA GARNICA, M.C., “Los fondos de inversión...” *op. cit.*, p. 8.

colectiva. Así pues, y en aras de procurar que la legislación sobre éstas fuera más completa e integradora, fue promulgada la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de instituciones de inversión colectiva, que caracterizada por su finalidad financiero-fiscal, así como por la naturaleza imperativa de sus normas, resultó desarrollada por el Real Decreto de 17 de julio de 1985. De esta forma, arranca una tendencia homogeneizadora en el tratamiento jurídico de las instituciones de inversión colectiva, que fundamentado en el concepto omnicompreensivo que sobre ellas se recoge en su art. 1.1 permitió establecer la aplicación de un régimen común, y posibilitó advertir la primera aproximación del panorama normativo regulador de los fondos de inversión inmobiliaria en torno a unas directrices de naturaleza financiera, y en especial con las de los fondos de inversión mobiliarios. Esto se debía a que si bien aquellas instituciones carecían por la citada Ley de un tratamiento legal específico, quedaban sometidas de forma implícita al régimen general de las instituciones de inversión colectiva financieras, en base a la remisión que se efectuaba a sus capítulos I y V cuando se tratase de fondos de inversión indirectos, al quedar vinculados en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero no tipificados (art. 30)⁽¹²⁾, como en atención a la aplicación de su título I, y en especial de su régimen de supervisión, inspección y sanción, si fuesen fondos de inversión directos o mixtos, al quedar afectados en el marco de las instituciones de inversión colectiva no financieras (art. 33)⁽¹³⁾.

El tercero de los períodos vino a abarcar un proceso jurídico extremadamente complejo tanto a partir de la regulación genérica otorgada a las instituciones de inversión colectiva como desde el tratamiento legal específico concedido a los fondos de inversión inmobiliaria.

(12) Cuando un fondo de inversión inmobiliario quedaba constituido como un fondo de inversión mobiliario especializado en la inversión en valores de entidades inmobiliarias (fondos de inversión inmobiliarios indirectos) quedaba sometido a las disposiciones comunes indicadas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de las instituciones de inversión colectiva, referentes al domicilio (art. 3), a los límites en las inversiones (art. 4), a la publicidad de las participaciones significativas (art. 5), a las obligaciones de los administradores o gestores (art. 6) y al registro, autorización y denominación (art. 8), así como a los arts. 10 y 11, relativos a la inversión mínima, liquidez, depósito, pignoración y a las obligaciones frente a terceros.

(13) Cuando un fondo de inversión inmobiliaria quedaba constituido para dirigir su inversión hacia bienes inmuebles (fondos de inversión directos) su régimen tenía de respetar las siguientes disposiciones:

— Su constitución y modificación seguiría las directrices del art. 8 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, con las especificaciones introducidas por el art. 73 del Real Decreto de 17 de julio de 1985.

— Se establecía el principio general de aplicación del régimen de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, adecuándolo a la configuración jurídica sustancial adoptada por tales instituciones de inversión colectiva no financiera (art. 33.2 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre).

— Les resultaba aplicable el régimen de verificación contable establecido en el art. 31 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (arts. 33.2 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre y 74.3 del Real Decreto de 17 de julio de 1985).

Esto se debe a que en la citada fase se produjo la plena integración de las instituciones de inversión colectiva en el derecho del mercado de valores.

Esta situación se ocasionó en primer término al quedar vinculadas tales instituciones al órgano rector de este sector del mercado financiero, esto es, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y ello dado que a través de las modificaciones introducidas a la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de instituciones de inversión colectiva, por la disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se le otorgaron las funciones de control en lo relativo a los requisitos de constitución (art. 8.1 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre), funcionamiento [arts. 17.1, 27.1.a), y 32.6 y 7 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre] y examen de las inversiones realizadas (arts. 5, 8.2 y 25.1 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre) con la finalidad de proteger al inversor⁽¹⁴⁾. En efecto, fue la disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, la que transfirió a la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinadas competencias sobre las instituciones de inversión colectiva atribuidas inicialmente al Ministerio de Economía y Hacienda a efectos de suplir en interés del normal funcionamiento del mercado financiero el insuficiente control al que por entonces voluntariamente se sometían algunos fondos de inversión por los consejeros de vigilancia o sus partícipes⁽¹⁵⁾, y de tal forma pues, la que vino a perfilar la adaptación al principio comunitario establecido en el art. 49 de la Directiva 1985/611/CEE, de 20 de diciembre, modificada por la Directiva 1988/220/CEE por la que se coordinaban las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, y en la que se venía a compeler a los estados miembros a designar “*a las autoridades encargadas de ejercer las atribuciones previstas por la presente directiva, debiendo de ser autoridades públicas o un órgano designado por las autoridades públicas*” y teniendo que estar dotado para garantizar su misión “*de todas las competencias y poderes de control necesarios*”.

En segundo lugar, tal circunstancia también se debió a que por la disposición adicional primera de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, del mercado de valores, se centralizaron en torno a la Comisión Nacional del Mercado de Valores los trámites de

(14) Como consecuencia de tal reforma se sustituyó el texto del reglamento ratificado por el Real Decreto de 17 de julio de 1985 por un nuevo reglamento, aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre (*vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “El nuevo reglamento de las instituciones de inversión colectiva”, *RDBB*, n.º 40, 1990, pp. 948 y ss.; ALBELLA SANTAMARÍA, J. y MAYORGA, J.A., “Notas sobre el nuevo reglamento de ley de instituciones de inversión colectiva”, *Papeles de Economía Española*, n.º 35, 1991, pp. 44 a 53; ZANCADA PEINADO, I., “Chequeo al nuevo reglamento de instituciones de inversión colectiva”, *Estrategia financiera*, 1991, p. 7).

(15) Poniendo de manifiesto cómo debería de ser la propia administración la que supliera la pasividad de los partícipes en el control, o el escaso conocimiento técnico que para efectuar una adecuada y efectiva vigilancia pudiesen tener los órganos técnicos creados al efecto, *vid.* LLEVADOT ROIG, R.M., “Los llamados fondos de inversión...” *op. cit.*, p. 57.

registro de las instituciones (art. 8.1 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre) al objeto de agilizar su constitución⁽¹⁶⁾.

En último término, lo anterior también se debe al quedar sometidas estas instituciones de una forma expresa, y no ya desde su marco legal propio, esto es, la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de instituciones de inversión colectiva, sino desde el panorama jurídico regulador del mercado de valores, es decir, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y por ello, en el mismo grado que las entidades que prestan su actividad en tal sector del mercado financiero, y así pues, en análogos términos que las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, al cumplimiento de las normas de conducta contenidas en el título VII de la Ley del mercado de valores, los códigos de conducta que pueda aprobar el Gobierno, o con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta en base a la reforma producida en el art. 78 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, y la nueva redacción que sobre el mismo dio la Ley 44/2002, de 22 de noviembre.

Asimismo también aquella afirmación en torno a la citada etapa se justifica dado que en este período fue cuando se abordó el tratamiento legal específico de los fondos de inversión inmobiliaria desde la convergencia de elementos propios del derecho inmobiliario con otros que, como consecuencia del proceso de unificación, procedían del régimen jurídico previsto para las instituciones de inversión colectiva financieras y, como consecuencia de ello, del panorama normativo del mercado de valores.

En efecto, la regulación de los fondos de inversión inmobiliaria se efectuó con la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria⁽¹⁷⁾, modificada por la Ley 20/1998, de 1 de julio, de reforma del régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria y sobre cesión de determinados derechos de crédito de la administración general del Estado. En nivel reglamentario, estas instituciones de inversión colectiva inmobiliarias estaban reguladas por el Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, por el que se modificó el reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, precisándose el

(16) No obstante, aunque este trámite de registro ya se había anticipado, en virtud de un acuerdo entre organismos, resultó formalizado a través de la reforma introducida en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, en el número 1 de su art. 8 al establecerse que *“toda institución de inversión colectiva, para dar comienzo a su actividad, deberá obtener la previa autorización del proyecto de constitución por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, constituirse como sociedad anónima o fondo de inversión, según proceda, e inscribirse en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que corresponda a la institución”*.

(17) Sobre la citada ley *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “El proyecto de Ley sobre sociedades y fondos de inversión inmobiliaria” *RDBB*, n.º 44, 1991, pp. 1188 y ss.; *id.*: “La Ley sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria” *RDBB*, n.º 46, 1992, p. 567 y ss.

régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria⁽¹⁸⁾, y el Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo, por el que se modificó parcialmente el citado reglamento en relación con las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. Además, completan el régimen legal las órdenes ministeriales de 24 de septiembre de 1993 sobre sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y de 30 de noviembre de 1994 sobre normas de valoración de bienes inmuebles, y la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria⁽¹⁹⁾, modificada parcialmente por las Circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 5/1997, de 26 de noviembre, y 2/2008, de 26 de marzo.

De este modo se permite advertir el deseo de querer seguir manteniendo hasta donde sea posible, y ahora de una forma directa, un régimen homogéneo para estas instituciones de inversión colectiva no financieras respecto de las financieras. Este principio de homogeneidad se manifiesta en la aplicación de las normas sobre constitución y modificación y sobre supervisión, régimen sancionador y medidas de intervención y sustitución —y de la cual se derivaba la adscripción de los fondos de inversión inmobiliaria a la competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores— así como en lo que se refiere al número mínimo de partícipes y la participación directa o indirecta de un único partícipe contenidas en los arts. 8, 31, 32, 32 bis y 33 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, en materia de obligaciones frente a terceros (art. 72.5 del Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo), en lo referente a autorización y registro (arts. 72.3 del Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, y 2.3 y 4 de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993), en razón al régimen de las operaciones con los consejeros, administradores o directores (art. 6 de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993), en lo concerniente a las operación efectuadas en régimen de mercado (art. 7 de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993), en las obligaciones de información y publicidad de carácter general y sobre participaciones significativas (arts. 8 y 9 de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993), así como en el régimen general previsto para la disolución y liquidación (art. 24 de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993) y en las normas que serán de aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria de forma supletoria, al establecerse desde el art. 15 de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993 que resultarían reguladas en caso de carecer de marco legal propio por *“lo previsto en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, en su reglamento y en las normas de desarrollo para los fondos de inversión de carácter financiero”*.

Así pues, los rasgos distintivos de estas instituciones de inversión colectiva inmobiliarias venían referidos a las normas sobre diversificación de sus riesgos, a las espe-

(18) Sobre el citado reglamento *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “El régimen reglamentario de las instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero: en particular de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria”, *RDBB*, n.º 50, 1993, p. 601 y ss.

(19) En relación con sendas disposiciones *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Desarrollo de ciertos aspectos técnicos de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria”, *RDBB*, n.º 56, 1994, p. 1100 y ss.

cialidades en materia de criterios de valoración, obligaciones frente a terceros, constitución de derechos de garantía sobre activos o bienes integrantes de su patrimonio, y suscripción y reembolso de sus participaciones, a sus denominaciones, a las regulaciones inmobiliarias con sus socios o partícipes, así como en lo referente a la posibilidad de inscribir en el registro de la propiedad los bienes y derechos de titularidad del fondo de inversión inmobiliaria a su nombre, aun a pesar de la ausencia de personalidad jurídica.

Como cuarto de los períodos se sitúa el marco normativo integrado por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el reglamento de la citada ley ⁽²⁰⁾, así como las Órdenes Ministeriales 805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles —modificada por la Orden Ministerial 3011/2007, de 4 de octubre— y 3536/2005, de 10 de noviembre, y las circulares de la Comisión Nacional de Mercado de Valores 1/2006, de 3 de mayo, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre, 2/2006, de 27 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y 3/2006, de 26 de octubre, sobre folletos informativos.

De esta forma, pues, se presenta una etapa que se viene a caracterizar en suma por ampliar, sistematizar y completar las medidas ya previstas en el período anterior y asentadas en torno a la metodología jurídica homogeneizadora del reconocimiento de un régimen común para todas las instituciones de inversión colectiva, y de un marco normativo especializado en función de la naturaleza de cada una de ellas ⁽²¹⁾, por transponer en el marco legal de la inversión colectiva las dos directivas que han modificado la regulación comunitaria de tales instituciones: la Directiva 2001/107/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, y la Directiva 2001/108/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, dirigidas a completar la introducción de la inversión colectiva mobiliaria en el mercado único de servicios financieros, además de por introducir los elementos más avanzados que configuran un régimen moderno y eficaz de protección al inversor que ya rige en el resto de los sectores financieros, entre los que destaca el derecho de todo partícipe de poder acudir al departamento de atención al cliente o al defensor del cliente, así como, en su caso, al comisionado para la defensa del inversor [arts. 5.2.E) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 22 y ss. de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero].

Finalmente, y llegando con ello de tal modo al momento actual, en el quinto y último de los períodos se ubican dos importantes normas, esto es, la Ley 43/2007, de 13 de diciembre, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de enero, que si bien han sido

⁽²⁰⁾ El citado Real Decreto ha sido modificado por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, el Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero, así como por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

⁽²¹⁾ En relación con los elementos comunes y distintivos, recuérdese lo ya indicado en las pp. 133 y 134 de la presente obra.

dictadas con el fin de modificar el panorama jurídico del mercado de valores para adecuar nuestro ordenamiento a las directivas comunitarias surgidas en la materia⁽²²⁾, han generado en el panorama jurídico regulador de las instituciones de inversión colectiva una importante consecuencia, esto es, el reforzamiento de su integración en el ámbito del mercado de valores, hasta entonces circunscrito a las normas de conducta de tal sector, así como al control y supervisión efectuado por la CNMV. Esto se debe al venir a modificarse el art. 65 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, a efectos de situar junto a las entidades de crédito a uno de los sujetos integrantes de la compleja estructura organizativa que presentan los fondos de inversión, es decir, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, como sujeto al que resultan de aplicación sus normas, y sus disposiciones de desarrollo, y por ello, como entidades sometidas de forma expresa, no ya desde su marco legal propio, sino desde el panorama jurídico regulador del mercado de valores, de todo el elenco normativo regulador de su funcionamiento y organización de forma análoga al requerido para las entidades que prestan servicios de inversión en el mercado de valores⁽²³⁾.

Ahora bien, todo este discurrir homogeneizador expuesto y por el cual los fondos de inversión inmobiliaria quedan vinculados en algunos aspectos de su regulación al panorama jurídico normativo del mercado financiero detenta su razón de ser en torno a su condición de intermediarios financieros.

En efecto, en el marco del mercado financiero ha sido práctica habitual por parte del legislador la utilización de conceptos omnicomprendivos que permitiesen aplicar

(22) La Ley 43/2007, de 13 de diciembre, tiene por objeto la modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, para incorporar al ordenamiento jurídico español la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

El Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, tiene como objetivo fundamental finalizar la transposición de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, a efectos de completar el desarrollo reglamentario del régimen aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión tras los cambios producidos en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.

(23) En efecto, la nueva redacción dada al art. 65.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, por el art. 33 de la Ley 43/2007, de 13 de diciembre, viene a establecer que “*serán de aplicación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estuvieran autorizadas para ello las normas previstas en la presente Ley, y en sus disposiciones de desarrollo, que regulen la gestión discrecional de carteras de inversión, el asesoramiento en materia de inversión, la custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión. En particular, les serán de aplicación, en su caso con las especialidades que se puedan establecer reglamentariamente, los artículos 70 ter, 70 quáter, 78, 78 bis, 79, 79 bis, 79 ter y 79 quáter*”. Además, y en la misma línea pues, desde el art. 1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se ha venido a establecer que “*a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (...) les serán de aplicación: a) el capítulo I del título II salvo la sección 2, de la que sólo resultará de aplicación el art. 32. b) el capítulo I salvo el artículo 58, el capítulo III, el artículo 79 y el capítulo VI del título IV. c) en la medida en que se refieren a las disposiciones señaladas en las letras anteriores, los artículos del título preliminar y el art. 5.1.g)*”.

normas comunes, sin perjuicio de que por sus peculiaridades propias tuviesen un tratamiento específico, con la finalidad de conseguir idéntico tratamiento legal, es decir, un trato uniforme, como vía eficiente para asegurar la tenencia de unas condiciones similares de competencia, paridad de reglas y criterios de comportamiento necesarios para reportar una adecuada tutela tanto a los usuarios como a los operadores. Este es el caso del concepto de entidades de crédito y de empresas de servicios de inversión⁽²⁴⁾.

Así pues, podríamos pensar que esta misma línea es utilizada por el legislador en el concepto de instituciones de inversión colectiva, aunadora en torno al mismo de un elenco de disposiciones comunes para los incluidos en su categoría.

Pero, aunque este presupuesto es una técnica jurídica válida para establecer un tratamiento normativo común, no es suficiente para poder explicar por qué instituciones de inversión colectiva definidas legalmente como no financieras como son los fondos de inversión inmobiliaria (art. 35.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre) les van a ser de aplicación normas comunes y un sistema de control pertenecientes al marco jurídico del mercado de valores, y de lo que se derivaría, pues, que pasarían a formar parte de él.

Así las cosas, se advierte cómo en el mercado financiero también aparece otra forma de conceptualizar a sus operadores que permite distinguir de entre la heterogeneidad de éstos unos rasgos comunes, y que ese criterio unificador ha sido utilizado por el legislador para imponer normas comunes, en aras que la diversidad de aquéllos no impida procurar su ordenación en torno a la aplicación de unas reglas generales que favorezcan cierta uniformidad de trato en el desempeño de las actividades y que permita el desarrollo de una adecuada regulación protectora ante el riesgo que comporta la prestación de la labor que les identifica. Esta es la condición de intermediario financiero, término de naturaleza económica definido como aquel que se caracteriza por la función acometida, esto es, el desarrollo de una actividad profesional dirigida a la mediación en la asignación del ahorro a la inversión, pero que no queda vinculada a la naturaleza jurídica del sujeto (derecho de sociedades) o a los actos que realiza (derecho de contratos)⁽²⁵⁾.

(24) Sobre la técnica aglutinadora seguida desde el mercado de valores y el de crédito de establecer una noción equivalente entre sus operadores y en torno a la cual aplicar una disciplina jurídica común *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: *El contrato de colocación bancario en el mercado de valores*, Comares, Granada, 2004, pp. 42 y 43; *id.*, “Efectos jurídicos de los avances tecnológicos en la definición de las entidades de crédito”, *RCE*, n.º 57, 2005, pp. 5 a 25; *id.*, “Organización de las empresas de servicios de inversión conforme a la disciplina jurídica bancaria”, *RDBB*, n.º 103, 2006, pp. 176 a 203.

(25) Sobre el concepto de intermediario financiero *vid.* ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, p. 129. En el sistema italiano *vid.* COSTI, R., “Sulla intermediazione finanziaria non bancaria”, *Riv. D. Comm.*, n.º 1, 1987, pp. 129 a 140; FERRO-LUZZI, P., *Lezioni di diritto bancario*, Giappichelli, Turín, 1995, p. 111 y 112; BANFI, A., *Le banche e l’intermediazione mobiliare*, Il Mulino, Bolonia, 1995, pp. 14 y 15; VICENZINI, M. y TRECUATRINI, G.L., *Profili di innovazione istituzionale nell’intermediazione finanziaria (il rapporto banca/assicurazione)*, Cedam, Milán, 1996, pp. 1 y ss. En el sistema estadounidense *vid.* ALLEN, F. y GALE, D., “Financial markets, intermediaries, and intertemporal smmoothing”, *Journal of Political Economy*, n.º 3, pp. 522 a 546.

En efecto, esta ha sido la técnica jurídica seguida por el legislador inicialmente en el mercado de crédito para otorgar un tratamiento uniforme a las entidades que realicen funciones de intermediación en el crédito, que comenzó a ser utilizada en el preámbulo de la Orden de 14 de febrero de 1978 con la clara tendencia de someter a un régimen homogéneo a todas las entidades que realizasen funciones de intermediación en el crédito⁽²⁶⁾, y que volvió a resultar empleada en la Ley 26/1983, de 26 de diciembre, de coeficientes de caja de los intermediarios financieros y en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de inversiones obligatorias, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, al permitir tal definición dar un tratamiento uniforme a una pluralidad de entidades operantes en este sector del mercado concretada por el legislador en torno al elenco integrado por los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación y las sociedades mediadoras del mercado de dinero, así como cualesquiera otras que se dedicasen a las actividades mencionadas.

En el mismo sentido el legislador ha venido empleando tal noción aunadora para establecer unas pautas de regulación comunes a los tres sectores del mercado financiero, esto es, el mercado de crédito, el mercado de seguros y el mercado de valores en torno a la regulación de determinadas materias. En efecto, esta fue la técnica jurídica seguida por el legislador para la ordenación de las normas sobre solvencia y recursos propios y supervisión en base consolidada, incluyendo a través de la vía enumerativa en el término a las sociedades o agencias de valores, las entidades de crédito, las entidades aseguradoras y reaseguradoras, las sociedades de inversión mobiliaria, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones, las sociedades gestoras de cartera, las sociedades de capital riesgo, las sociedades gestoras de fondos de capital riesgo y las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, así como las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que de acuerdo con la normativa aplicable ejerzan actividades típicas de las anteriores⁽²⁷⁾.

En el mismo sentido el régimen jurídico de movimientos de capitales y de transacciones económicas resultó abordado considerando para este caso que participan del término las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, las sociedades y agencias de valores, las sociedades de inversión, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones, las sociedades gestoras de cartera, las sociedades emisoras de tarjetas de crédito y los que ejerzan actividades de cambio de

⁽²⁶⁾ En este sentido *vid.* VERDERA Y TUELLS, E., "Las actividades parabancarias, innovación y desintermediación en el sistema financiero español", en AA.VV. (dir. RESTUCCIA, G.), *L'attività parabancaria*, Giuffrè, Milán, 1987, p. 160.

⁽²⁷⁾ *Vid.* el art. 86.5 de la Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras; los arts. 1 y ss. de la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de conglomerados financieros; el art. 3 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre; el Real Decreto 1419/2001, de 17 de diciembre; el art. 3 del Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, y el Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo.

moneda o gestión de transferencias⁽²⁸⁾. Igualmente, el sistema de protección del cliente de servicios financieros es regulado de forma homogénea en torno al citado concepto, estando integrado por las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades aseguradoras, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y cualesquiera otras que presten servicios financieros⁽²⁹⁾.

Como consecuencia de lo anterior se pone de manifiesto que el legislador da distinto contenido al concepto de intermediario financiero a través de la utilización de la vía enumerativa de los incluidos en su categoría para poder darle un diverso alcance en función del diferente sector o sectores del mercado en el que se requiera su empleo y en atención a la finalidad que se tratase de atender. Ahora bien, el hecho de que nos encontremos ante una noción que no sea de carácter cerrado no obsta a que no se trate de una técnica jurídica válida para delimitar un marco de acción normativa, ya que con su utilización siempre se pone de manifiesto el mismo elemento que es común a todos los incluidos en la definición, esto es, la necesidad de satisfacer una pretensión de carácter homogeneizador en base a la función de intermediación entre el ahorro y la inversión prestada por la categoría de entidades de distinta naturaleza que según el legislador para cada caso tuviesen tal consideración. Así las cosas, se pone de manifiesto que lo trascendente en tal conceptualización no se refiere al elenco de sujetos de distinta naturaleza y condición incluidos o no en la categoría por el legislador, dado que este podrá variar en función de cada caso concreto en base a la dimensión procurada y el interés pretendido, sino que lo relevante se reconoce en el elemento común a todos ellos que en todas las enumeraciones de modo invariable los relaciona, es decir, la actividad intermediadora que prestan y que se erige en el elemento justificador de un trato común.

Así las cosas, desde el sector del mercado de valores el concepto de intermediario financiero ha sido utilizado para perfilar la línea de demarcación de un sujeto de éste (junto a los inversores y emisores), y que como tal, queda adscrito al cumplimiento de los principios rectores del derecho del mercado de valores establecidos por razón de la necesidad de velar por que este sector del mercado financiero cumpla debidamente su función de canalización del ahorro del público hacia la inversión, y que resultan concretados en el marco normativo que disciplina su actividad en torno al requerimiento

(28) *Vid.* la disposición transitoria 2.^a de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de movimiento de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre medidas de prevención de blanqueo de capitales, y el art. 2 del Real Decreto 54/2005, de 21 de enero.

(29) *Vid.* la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, el art. 2 de la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, el art. 2 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores, el art. 2 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, el art. 1 del Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros y la Orden del Ministerio de Economía 734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

de una forma de acceso a ella y salida del mercado, y sobre todo, en base a la exigencia de vínculos, límites y controles a la gestión de su función.

Situados en este punto, pues, se advierte que los fondos de inversión inmobiliaria, además de su condición de intermediarios inmobiliarios (al contribuir a solucionar los problemas de construcción y arrendamiento del mercado inmobiliario al facilitar el acceso del pequeño ahorrador al sector inmobiliario permitiéndole beneficiarse de las ventajas que caracteriza a la propiedad inmobiliaria sin tener que realizar fuertes desembolsos de capital)⁽³⁰⁾, también participan de la faceta de intermediario financiero, al permitir la incorporación de nuevos inversores, la diversificación de las instituciones del mercado de capitales, y la llegada de flujos de financiación, y por lo tanto, al incrementar las posibilidades globales de inversión en él. En efecto, los fondos de inversión inmobiliaria indirectos, en tanto que atraen recursos mediante la emisión de activos financieros indirectos que invierten en la adquisición de activos financieros directos, entran de manera indubitada a formar parte de la categoría. En cuanto a los fondos de inversión inmobiliaria directos y mixtos, su participación en el concepto se produce por analogía, dado que ante la identidad funcional prestada con respecto a la precedente, esto es, servir de canalizador de una parte significativa del ahorro hacia la inversión, demanda de análogas normas de protección y control⁽³¹⁾.

Pero además de lo anterior, también hay que tener en cuenta que los fondos de inversión inmobiliaria se han desarrollado en la práctica financiera con el impulso decisivo de las entidades de crédito, que han actuado inexorablemente como depositarios de ellos, lo cual ha llevado a considerar que el servicio prestado es un servicio sustancialmente bancario, y por ello de carácter financiero⁽³²⁾.

Como consecuencia de lo anterior, y así pues si los fondos de inversión inmobiliaria permiten ser calificados como intermediarios financieros, se permite explicar su inserción en el mercado de valores y de tal forma:

⁽³⁰⁾ Sobre la condición de intermediarios inmobiliarios de los fondos de inversión inmobiliaria vid. OSÁCAR GARICOECHEA, C., *Manual de los fondos de inversión...*, op. cit., p. 13; LÓPEZ MILLA, J., *Los fondos de inversión...*, op. cit., p. 2; CROISSIER BATISTA, L.C., “La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública”, *PEE*, n.º 35, 1991, pp. 16 y ss.; LÓPEZ MILLA, J., *Los fondos de inversión...*, op. cit., p. 59.

⁽³¹⁾ Sobre la condición de intermediarios financieros de los fondos de inversión inmobiliaria vid. TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliarios...” op. cit., p. 794 y 820; id., “El proyecto de Ley...”, op. cit., p. 1188; COSTI, R., “Sulla intermediazione finanziaria non bancaria” *Riv. Dir. Comm.*, n.º 1, 1987, pp. 139 y ss., y sobre los fondos de inversión en general vid. CASSIBA, V., *I fondi comuni di investimento e loro possibilità di inserimento nel sistema bancario italiano*, Turín, 1970, pp. 67 y ss.; CASAS JURADO, A.C., *El mercado español...*, op. cit., p. 14.

⁽³²⁾ En este sentido vid. TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliarios...” op. cit., p. 795; VERDERA Y TUELLS, E., “Las actividades parabancarias...” op. cit., pp. 143 y 144; RAMÍREZ, J.A., “El papel de los bancos y cajas en el desarrollo de los fondos de inversión”, *Boletín Económico del I. C. E.* n.º 2360, pp. 549 a 553; GONZÁLEZ, L.M., “Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito”, *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto 1995, pp. 69 a 86.

1.º Que queden adscritos al régimen de control, supervisión, inspección, sanción e intervención de la CNMV.

En efecto, la sujeción a los poderes de dirección de la CNMV tiene que estar justificada en dos ámbitos.

En primer término, en torno al interés público que se pretende proteger y que justifica la intervención. Pero también, y en segundo lugar, en base a la pertenencia al mercado de valores. Esto se debe dado que este es el sector específico del mercado financiero para el que el citado ente, en calidad de órgano rector, está habilitado legalmente para operar en el ejercicio de su potestad en términos genéricos y abstractos por los arts. 13 y 15 de la ley marco de este sistema, esto es, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores⁽³³⁾. En efecto, superada ya la explicación de la específica regulación exigida por la administración a determinados sujetos para operar en concretos sectores del mercado en virtud de la existencia de las denominadas relaciones especiales de poder, o de sujeción especial, dado que la generalización del reconocimiento de estos vínculos entre la administración y los particulares conduce al debilitamiento y consiguiente invalidez de la figura como ya sido destacado por varios autores⁽³⁴⁾, es la existencia del ordenamiento sectorial del mercado de valores la que permite justificar que sea la CNMV la que ejerza la labor de la autoridad pública de tal sistema y que se le encomiende una potestad normativa que determine muchas especificaciones en este sector⁽³⁵⁾. Así pues, es la pertenencia al ordenamiento del mercado de valores como conjunto organizado integrado por todos los que realizan la actividad de canalización del ahorro del público hacia la inversión sujetos a la dirección de una

(33) Pronunciándose sobre el carácter general de la habilitación legal conferida a la CNMV, *vid.* FUENTES LÓPEZ, M., *La comisión nacional del mercado de valores*, Lex Nova, Valladolid, 1994, pp. 55 a 58.

(34) En este sentido *vid.* GARCÍA MACHO, R., *Las relaciones de especial sujeción en la Constitución Española*, Tecnos, Madrid 1992, pp. 5 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., *Curso de derecho administrativo*, t. II, Civitas, 1995, p. 19; SANTAMARÍA PASTOR, J.A., *Fundamentos de derecho administrativo*, Ceura, Madrid, 1989, p. 687; MARTÍN RETORTILLO, S., *Derecho administrativo económico*, t. II, pp. 129 y 267; JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho público del mercado de valores*, Ceura, Madrid, 1989, pp. 129 y ss.; MICHAVILLA NÚÑEZ, R., "Relación especial de sujeción en el sector crediticio y Estado de Derecho", *REDA*, n.º 54, pp. 243 y ss., así como la sentencia del Tribunal Constitucional 61/1990, de 29 de marzo.

(35) Esta tesis, acuñada por la doctrina italiana (*vid.* GIANNINI, C., *Diritto Administrativo*, t. I, p. 165), ha sido defendida en nuestro ordenamiento jurídico para sustituir las decaídas relaciones de sujeción especial, tal y como muestran GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., *Curso de derecho administrativo...*, *op. cit.*, p. 20; MARTÍN RETORTILLO, S., *Derecho administrativo económico...*, *op. cit.*, p. 176; SANTAMARÍA PASTOR, J.A., *Fundamentos de derecho administrativo...*, *op. cit.*, p. 869; JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho público...*, *op. cit.*, pp. 145 y 156; MICHAVILLA NÚÑEZ, R., *Relación especial de sujeción...*, *op. cit.*, p. 244; PINARES LEAL, A., "Coeficientes", en AA.VV. (dir. MARTÍN RETORTILLO, S.), *Estudios de derecho público bancario*, Ceura, Madrid, 1987, nota n.º 24, así como la Sentencia del Tribunal Constitucional de 29 de marzo de 1990.

misma autoridad pública lo que posibilitaría explicar, en relación con los fondos de inversión inmobiliaria, su sujeción al régimen de control, supervisión, inspección, sanción e intervención de la CNMV, así como la habilitación existente en favor de tal ente rector para el desarrollo de normas de contenido sustantivo dirigidas a configurar las distintas obligaciones que se precisan bien en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, o en su reglamento aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

La conceptualización de los fondos de inversión inmobiliaria como patrimonios carentes de personalidad jurídica pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora sin ser propietaria del fondo con el concurso de un depositario (art. 3.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), evidencia la necesidad de tener que procurar un adecuado control en tanto que las facultades de dominio no las tienen los partícipes⁽³⁶⁾. Ello revela así el interés público objeto de protección que demandaría la intervención de la autoridad pública dado que, en efecto, debería ser la propia administración la que, a través de disposiciones de carácter imperativo, efectuase el control en aras del normal funcionamiento del sistema financiero en tanto que, cuando una institución afecta a miles de personas, su correcta y normal marcha importa no ya sólo a los particulares implicados, sino también al poder público, por cuanto que cualquier irregularidad que se produzca no puede menos que trascender al orden público económico.

Ahora bien, esto no justifica que para el ejercicio de tal supervisión se tenga que acudir al órgano rector del mercado de valores en tanto que no es la única autoridad pública conferida de medios que podría haber garantizado la misión y que podría haber otros órganos rectores del mercado financiero que estarían dotados para prestar tal función de mayor legitimidad actora. Este es el caso del Banco de España, en tanto que es el órgano rector del mercado de crédito, y por ello la autoridad dotada de competencias y poderes de control sobre las entidades de crédito que son, en fin, las que vienen habitualmente actuando como depositarias de los fondos.

No obstante, la condición de intermediario financiero detentada por los fondos de inversión inmobiliaria sí que permite solucionar la doble vertiente de la cuestión.

Esto se debe a que el interés público que justifica la intervención queda puesto de manifiesto de un modo claro tanto en la propia función que define tal noción, esto es, la canalización del pequeño ahorro hacia la inversión, como en la sujeción de los incluidos en el término a los principios de tutela del ahorrador y eficiencia del mercado, ya que a través de éstos se procura una protección del inversor en aras de que se siga invirtiendo, condición esencial para que se produzcan los fenómenos de inversión e intermediación.

⁽³⁶⁾ Pronunciándose en este sentido *vid.* FELIÚ REY, M.I., “El aterrizaje de los trust en los fondos de inversión”, Conferencia pronunciada en la Sala de Conferencias de la Universidad de Granada el día 20 de marzo de 2007.

Pero además, y por otro lado, también tal resolución de la cuestión se fundamenta en que su vinculación a la disciplina procedente del órgano gestor del mercado de valores se justifica por la pertenencia de los incluidos en el concepto, por su propia naturaleza, a dicho ámbito⁽³⁷⁾.

2.º La aplicación en el régimen jurídico de los fondos de inversión inmobiliaria de unas normas homogéneas con respecto a los fondos de inversión de naturaleza financiera, en tanto que esto es la consecuencia de una simple concreción normativa de los principios rectores del mercado de valores a los que quedan acogidos por su condición de intermediarios financieros. Estos son: el principio de protección del inversor, para que se siga invirtiendo (condición esencial para que se produzcan los fenómenos de inversión e intermediación en el mercado; el principio de apelación al ahorro del público, en aras al establecimiento de unas cautelas jurídicas para fenómenos de intercambios de bienes que llevan implícito un componente de riesgo; el principio de profesionalidad de los intermediarios, por el que se les exige un conjunto de requisitos en su estructura y en el desarrollo de sus funciones; el principio de igualdad de los inversores que acuden a dicho mercado, y por último el principio de transparencia, que justifica la obligación de información⁽³⁸⁾.

III. CONSECUENCIAS

1. Vinculación al régimen de supervisión, inspección, sanción e intervención de la CNMV

Como consecuencia de la condición de intermediario financiero que asumen los fondos de inversión inmobiliaria queda justificado que la CNMV sea la entidad encargada de:

— Determinar el contenido y la forma de presentar el folleto informativo que deberá publicar la sociedad gestora del fondo que estime necesario para que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la inversión que se les propone y sus

(37) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliaria...” *op. cit.*, pp. 794 y 820; *id.*, “Las sociedades gestoras de patrimonio en la Ley reguladora de las instituciones de inversión colectiva de 26 de diciembre de 1984”, *RDBB*, n.º 18, 1985, p. 315.

(38) Sobre los principios rectores del mercado de valores *vid.* BERCOVITZ, A., “Derecho del mercado de capitales”, *RDBB*, n.º 29, 1988, p. 102 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, pp. 17 a 30.

riesgos⁽³⁹⁾, así como registrarlo (art. 17.2 y 6 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 22.3 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Además, será la CNMV a la que se le tenga que remitir la información oportuna cuando la modificación del folleto informativo se produzca con motivo de la concesión o renovación de garantías a fondos de inversión inmobiliarios que realicen o vayan a realizar una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad que cuente con la garantía de un tercero [art. 14.1.b) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre].

— Decidir sobre la suspensión temporal de la suscripción o reembolso de participaciones en las que se divide el patrimonio de un fondo cuando no sea posible la determinación de su precio o concurra otra causa de fuerza mayor (arts. 7.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 4.10 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

— Autorizar el proyecto de constitución de los fondos de inversión inmobiliarios y establecer los modelos normalizados de toda la documentación requerida para ello (art. 10.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva).

— Denegar, mediante resolución motivada, la autorización de creación de un fondo de inversión inmobiliaria cuando no se cumplan los requisitos legales y reglamentarios (art. 10.4 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva).

— Autorizar modificaciones en el proyecto constitutivo o en el reglamento de los fondos de inversión inmobiliaria, salvo que se tratase de las alteraciones de los reglamentos que tengan por objeto circunstancias concretas previstas en la Ley⁽⁴⁰⁾, o se tratase de modificaciones para las que la CNMV haya considerado innecesario el trámite de la autorización, en cuyo caso sólo se exigirá de su comunicación posterior al citado órgano rector (arts. 12 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 14 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Además, también se habilita a la CNMV para determinar los plazos y la forma de remisión del

⁽³⁹⁾ En desarrollo de la habilitación conferida a la CNMV por el art. 17.6 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, para que establezca los modelos normalizados del folleto completo y simplificado de las instituciones de inversión colectiva, así como por el art. 22.2 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el reglamento de la Ley de instituciones de inversión colectiva, para que otorgue las especialidades que resulten necesarias en función de la categoría a la que pertenezca la institución de inversión colectiva, se dicta la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva, en la que se vienen a regular las formas de presentación, el contenido, las modificaciones y las actualizaciones de oficio de los modelos de folletos explicativos.

⁽⁴⁰⁾ Estos supuestos son, en base al art. 12.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva:

— El cambio de domicilio dentro del territorio nacional, así como el cambio de denominación de la sociedad gestora del fondo o del depositario.

— La incorporación a los reglamentos de los fondos de inversión de preceptos legales o reglamentarios de carácter imperativo o prohibitivo, o cumplimiento de resoluciones judiciales o administrativas.

reglamento de gestión de los fondos de inversión inmobiliaria y sus modificaciones (art. 10.2 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), para precisar y desarrollar los supuestos de modificaciones del reglamento de gestión o del folleto que dan derecho de separación a los partícipes de los fondos de inversión, así como para establecer que los partícipes dispongan del derecho de información individualizada (art. 8.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

— Revocar la autorización concedida a los fondos de inversión inmobiliaria en los casos previstos en los arts. 13 y 85.1.c) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

— Formular los requerimientos e imponer las multas referidas a la utilización indebida de las denominaciones o en la realización de actividades reservadas a los fondos de inversión inmobiliaria, así como efectuar advertencias públicas respecto de la existencia de esta conducta (art. 14.4 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva).

— Exigir, en relación con la comercialización en España de participaciones de fondos de inversión inmobiliaria autorizados en otro Estado miembro de la Unión Europea, la presentación de documentación prevista en el art. 15.1.c) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, así como adoptar las medidas que considere necesarias a fin de facilitar los pagos a los partícipes, el reembolso de las participaciones, la difusión de las informaciones que deban suministrar a los partícipes residentes en España y, en general, el ejercicio por éstos de sus derechos. En el mismo sentido, la CNMV será la legitimada para determinar la forma, el plazo y el contenido de la información que debe presentarse al inscribir tal comercialización (art. 19.4 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, desarrollado por la Circular de la CNMV 2/2006, de 27 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la CNMV), así como autorizarlo, y en su caso denegarlo, conforme a las circunstancias contempladas legalmente, además de ser la competente para conocer el proyecto de comercialización de las participaciones de fondos de inversión españoles en el ámbito de la Unión Europea, y expedir la certificación que acredite cumplir las características requeridas por la Directiva 85/611/CEE que permita efectuar tal distribución (arts. 15 y 16 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 20 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

— Desarrollar la normativa aplicable en determinados ámbitos de la institución, tales como las referentes a las actividades publicitarias dirigidas a promover la adquisición de participaciones de un fondo de inversión inmobiliaria (arts. 18.4 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 5.3 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), la contabilidad, los criterios de valoración y de determinación del patrimonio y de los resultados [arts. 20.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, 57.3, 60.2, 61 y 63.3.c) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y 36 de la Orden Ministerial 3011/2007, de 4 de octubre, por la que se modifica la Orden Ministerial 805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y determinados derechos para ciertas finalidades financieras] y el traspaso de inversiones de un fondo de inversión inmobiliaria, o entre compartimentos del mismo (art. 28.6 de la Ley

35/2003, de 4 de noviembre). Además, también la CNMV es la competente para determinar los estados complementarios de información reservada que, para su supervisión, deberán rendirle los fondos de inversión inmobiliaria, los modelos públicos de información a que deben ajustarse sus cuentas anuales, así como la frecuencia y detalle con que los datos deberán ser suministrados (art. 20.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

— Conocer los hechos relevantes relacionados con los fondos de inversión inmobiliaria que tengan que hacerse públicos (art. 19 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

— Hacer pública la disolución del fondo de inversión inmobiliaria, acordar, en su caso, la intervención del procedimiento de liquidación (arts. 24 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 33 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) y autorizar las operaciones de transformación, fusión y escisión [arts. 25.3.a), 26.1 y 27 de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, y 34 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre].

— En relación con las sociedades gestoras de los fondos de inversión inmobiliaria, proponer al Ministerio de Economía su autorización (art. 41 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva) y revocación (arts. 49 y 50 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), acordar su suspensión (art. 51 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva) y su sustitución de oficio (art. 53.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), formular los requerimientos, advertencias públicas e imposición de multas respecto del incumplimiento de las cuestiones vinculadas al objeto social, reserva de la actividad y denominación (art. 40.9 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), y establecer los requisitos que deban cumplir sus sistemas de control interno, de gestión, y de control de riesgos (art. 73.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como de recibir la información referente a la solicitud de sustitución de la sociedad (art. 53.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), las modificaciones de sus estatutos (arts. 44 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 78 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) y de sus participaciones significativas (arts. 45 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 79.5 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), los cambios en las condiciones de la autorización, las inversiones en que se materialicen sus recursos propios, la composición de su accionariado o de las alteraciones que en él se produzcan, las anomalías que se detecte en las funciones del depositario respecto de los activos que administren (arts. 46 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 81.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), los procedimientos adoptados para evitar los conflictos de interés [art. 58.3.c) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre], la intención de pretender realizar la actividad de comercialización de participaciones del fondo (art. 65.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) y los datos que en relación con el fondo que gestionan vengán referidos al valor liquidativo de las participaciones, a su patrimonio y al del número de partícipes (art. 4.8 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Además también deberá notificarse a la entidad rectora qué sociedades gestoras autorizadas en España desean establecer una sucursal en territorio de otro Estado miembro, así como cuáles, estando

autorizadas en un Estado miembro, quieren instaurar una sucursal en España (arts. 54 y 55 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 86 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Si se tratase de la implantación de sociedades gestoras en territorio no comunitario o de sociedades gestoras no comunitarias, para su actuación requerirán de la autorización de la CNMV (arts. 56 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y 87 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

— En relación con los depositarios de los fondos de inversión inmobiliaria, autorizar su constitución (art. 59 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), suspender los efectos de ésta (arts. 63 y 64 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), conocer de su solicitud de sustitución (art. 61 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva) y de cualquier anomalía que detectasen en la gestión de las instituciones cuyos activos tienen en custodia (art. 62 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva), así como autorizar que la comisión percibida por el depositario pueda ser superior al 4 por mil anual del patrimonio del fondo cuando se trate de depositarios que hayan de cumplir principalmente sus funciones en el extranjero (art. 5.8 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Además, la CNMV podrá establecer funciones específicas de vigilancia y supervisión del depositario respecto a los saldos de los partícipes del fondo (art. 93.5 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

— Inspeccionar al fondo de inversión inmobiliaria, la sociedad gestora y su depositario, vigilarlos en el cumplimiento de sus obligaciones y recabar de los referidos entes cuantas informaciones estime necesarias (art. 70.1, 2 y 5 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva). Además la CNMV podrá exigir a las sociedades gestoras de fondos de inversión inmobiliaria autorizados en otros estados miembro de la Comunidad Europea la información necesaria para verificar el cumplimiento de la normativa aplicable, y si observase el incumplimiento de algunas de tales obligaciones podrá exigir a la citada sociedad que ponga fin a su situación irregular, y en su defecto, atenderá a aplicar las medidas necesarias para sancionar la comisión de la infracción (art. 71 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva).

— Acordar la intervención de la sociedad gestora del fondo de inversión inmobiliaria, la sustitución provisional de sus órganos de administración o dirección, o su sustitución en los términos del art. 53 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (art. 72.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva).

— Desarrollar y adaptar lo establecido en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre normas de conducta, a las especialidades propias de la actividad en el ámbito de la inversión colectiva (art. 97.2 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

— Proceder a la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores, imponer las sanciones por infracciones graves y leves y proponer al Ministerio de Econo-

mía la imposición de sanciones por infracciones muy graves (art. 92 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva).

2. Vinculación a los principios de protección e igualdad del inversor: las normas de actuación del mercado de valores

Los principios de igualdad y protección del inversor son aquellos preceptos rectores del derecho del mercado de valores por los que se demanda tanto equivalencia en el trato frente a los demás inversores a efectos de partir de una paritaria posición concurrencial como un adecuado amparo en aras de poder reportar la suficiente confianza tutelable desde una dimensión jurídica para que se siga invirtiendo en valores en tanto que esta es la condición esencial para que se produzcan los fenómenos de inversión e intermediación en dicho mercado. La pretensión por atender estos objetivos finales encuentra su aplicación normativa en las normas de actuación del mercado de valores, esto es, en la categoría general de normas jurídicas heterogéneas que, contempladas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y desarrolladas en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, así como en otras disposiciones de rango inferior, pretenden dirigir el comportamiento de los intermediarios del mercado de valores afectando a diversos campos de su actividad⁽⁴¹⁾, y que resultan divididas en dos subconjuntos diferenciados, es decir, en las normas de relación con la clientela y en las normas de conducta, de igual modo que acontece en el sistema estadounidense, británico, portugués y francés.

En efecto, conforman en primer término las normas de actuación del mercado de valores un conjunto de reglas que, denominadas como normas de relación con la clientela, se encuentran diseminadas a lo largo de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, en sus títulos IV, V y VII, en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, así como en la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, además de en las Circulares de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre, sobre registros de operaciones y archivo de justificantes de órdenes, y 1/1996, de 27 de marzo, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones de mercado de valores, con mandatos que, determinando la conducta de los intermediarios en las sucesivas fases del desarrollo de las relaciones contractuales con sus clientes, establecen unas normas de organización que, como contrapeso del proceso de liberalización del sistema financiero permiten configurar desde el principio de transparencia informativa un mecanismo de protección por el que se pueda adquirir preventivamente información sobre la

(41) Para la citada noción sobre las normas de actuación, seguimos de este modo la definición efectuada por TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores: La Orden de 25 de octubre de 1995”, *RDBB*, n.º 60, 1995, p. 1161; id., “Las normas de actuación en el mercado de valores (primeras reflexiones sobre el Real Decreto 629/1993)”, *RDBB*, n.º 50, 1993, pp. 317, 318 y 326 a 328; id., *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 267 y 268; id., “La protección de la clientela en el mercado de valores”, *RDBB*, n.º 63, 1996, p. 319; id., “Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores”, en AA.VV. (dir. NIETO CAROL, U.), *Contratos bancarios y parabancarios*, Lex Nova, Valladolid, 1999, p. 1018.

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

Pero, además de lo anterior, también conforman las normas de actuación del mercado de valores un conjunto de reglas que, denominadas como normas de conducta, encuentran su fundamento último en los principios de protección e igualdad al inversor consagrados en el art. 13.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores. Así, las normas de conducta son un conjunto de reglas de carácter heterogéneo dirigidas principalmente a la imposición de obligaciones a las entidades que desarrollan su actividad en tal mercado con el fin de dar primacía al aspecto deontológico, ante la observancia de la moralización del mercado público como vía que permite generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros para preservar la integridad y la reputación de los mercados, garantizar un correcto y armónico funcionamiento de éstos y proteger a los inversores en la adopción de sus decisiones ⁽⁴²⁾.

(42) Desde la aparición de determinados problemas en el mercado de valores, y muy especialmente desde el crac bursátil de 1929 en EE.UU., se inició un proceso que, enfatizado en los años 80, y dirigido a la previsión de reglas de comportamiento, conllevó a que progresivamente la consideración ética de la bolsa comenzase a experimentar un gran auge (sobre el citado proceso *vid.* MELÉ CARNÉ, D., “Aspectos éticos de los mercados de valores”, en AA.VV. (dir. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L.), *Curso de bolsa y mercados financieros*, Ariel Economía, Barcelona, 1996, pp. 487 y 488; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección Al inversor en valores mobiliarios. Aspectos teóricos y prácticos”, *RDBB*, n.º 55, 1994, pp. 636 y 637), y así, dado que el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que se inspire a los inversores, a que la exigencia de corrección y transparencia en la conducta de los que intervienen en los mercados se configurase en una tarea esencial para la protección de los clientes y el mercado, tal y como ya había sido preconizado por GIRÓN TENA, J., “Sociedades y bolsa”, en AA.VV., *Coloquio de derecho bursátil*, Ed. Instituto de estudios bancarios y bursátiles, Facultad de ciencias políticas, económicas y comerciales, Bilbao, 1970, p. 88, y hoy indican ALONSO ESPINOSA, F.J., “Intereses del inversor y derecho del mercado de valores”, *RDM*, n.º 208, p. 415; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”, *RDBB*, n.º 76, 1999, p. 76; ALBELLA AMIGO, S., “La nueva legislación española y europea del mercado de valores: visión panorámica”, en AA.VV., *El nuevo mercado de valores. Seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del mercado de valores organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995*, Ed. Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, p. 37; KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *La reforma de la ley del mercado de valores*, Ed. Biblioteca Jurídica Cuatrecasas, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 320.

De esta forma, pues, se creó en nuestro sistema una normativa jurídica de ética profesional que, constituida por las disposiciones contenidas en su mayoría en el título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y detentando como norma básica originaria la iniciada desde el derecho comunitario por unos principios que, contenidos en el código de conducta europeo sobre transacciones de valores mobiliarios (Recomendación de la CEE de 25 de julio de 1977) y en las normas de conducta surgidas en las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores, reiterados por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, sobre operaciones con información privilegiada, y extendido su ámbito de operatividad por el art. 11 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión, ponían de manifiesto la permeabilidad de la tradición anglosajona autorreguladora derivada del carácter privado de sus mercados de valores⁽⁴³⁾.

Así pues, quedan establecidas unas reglas esenciales para la eficiencia del mercado que, detentando como destinatarios a cuantos ejerzan servicios de inversión (art. 78 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores)⁽⁴⁴⁾, se ordenan desde el deber de contar con una organización adecuada, garantizar la igualdad de trato entre los clientes, abstenerse de tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos sobre los que se esté realizando un análisis, dejar constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de intereses, comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado, informar en sus relaciones con la clientela, efectuar una separación informativa interna, prevenir los conflictos de intereses y evitar prácticas que produzcan el efecto de provocar una evolución artificial de las cotizaciones⁽⁴⁵⁾.

(43) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “La adaptación del derecho español del mercado de valores al derecho comunitario”, *RDBB*, n.º 28, 1987, p. 987; TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación...”, *op. cit.*, p. 320; CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios...” *op. cit.*, p. 637.

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

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

Pero además de lo anterior, también se configura como parte integrante de las normas de conducta el requerimiento a los intermediarios de un código general de conducta por el que se deberán cumplir normas que concreten los preceptos contenidos en el capítulo 1 del título VII de la LMV, dictadas por el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV [art. 78.1.b) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores]. De este modo, los intermediarios tendrán que atender en el desarrollo del mandato conferido a los principios de buena fe e imparcialidad, diligencia y cuidado en calidad de profesional, tenencia de medios y capacidades para atender a la realización de la actividad, otorgamiento de información en relación con la clientela, paridad de trato de los intereses de los diferentes clientes y deber de abstención en el caso de que la realización del contrato pudiese generar una vulneración de las disposiciones legales⁽⁴⁶⁾.

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

A) Tutela del partícipe como inversor

Situados ya en el marco de los fondos de inversión inmobiliaria, los partícipes también demandarían de la misma protección que los inversores en el mercado de valores. Esto se debe en tanto que comparten con éstos su misma condición de inversor, y ello puesto que, si bien tal estado identifica a los que dirigen su ahorro a la inversión y permiten de tal forma la financiación del mercado, esta misma situación se manifiesta en los partícipes de los fondos de inversión inmobiliaria, al ser los que desde la integración del patrimonio común carente de personalidad jurídica, que es éste a través de sus aportaciones, hacen posible la realidad de esta institución de inversión colectiva, y son por ello los que, en fin, permiten que se materialice la inversión hacia los bienes inmuebles.

Como consecuencia de lo anterior y en aras de poder reportar la suficiente confianza tutelable desde una dimensión jurídica para que se siga produciendo la captación de recursos con destino a la creación de riqueza inmobiliaria, y para que, en fin, se incentive esta opción inversora, a los partícipes también se les aplica una análoga tutela a la

⁽⁴⁶⁾ Efectuando un estudio pormenorizado sobre los citados principios *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación en los mercados de valores...”, *op. cit.*, p. 332 a 339; id., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores...”, *op. cit.*, p. 329 a 331.

otorgada con respecto a los inversores en el mercado de valores, a través de la exigencia a los sujetos con los que se relacionan de ciertas formas de actuación, y de tal forma pues, en torno al requerimiento de normas de relación con la clientela y normas de conducta, que no son sino la manifestación de la aplicación en el régimen jurídico de los fondos de inversión inmobiliaria de unas normas homogéneas con respecto a los operadores en el mercado de valores como consecuencia de una simple concreción normativa de los principios de protección e igualdad del inversor del mercado de valores a los que quedan acogidos por su condición de intermediarios financieros.

A.1. Las normas de relación con la clientela

Pronunciándonos en primer término en torno a la vinculación del sistema de los fondos de inversión inmobiliaria a las normas de relación con la clientela hay que indicar que éste se produce como consecuencia de la inserción de sus sociedades gestoras en el ámbito subjetivo de aplicación del marco normativo regulador de tal cuestión que prevén los títulos V y VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, así como su normativa de desarrollo establecida en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en función de lo preceptuado en los arts. 65.2 de la Ley y 1.5 del Real Decreto citados.

Pero, además, tal aplicación también surge desde las normas especiales reguladoras del sistema de los fondos de inversión inmobiliaria. Esta última circunstancia se produce de tal modo, en tanto que, al tratarse los fondos de inversión inmobiliaria de una institución con características propias y decididamente distintas del tipo contractual que encontramos en el derecho común, se requiere para la regulación del restante sistema de organización que detentan de la adaptación de las normas de relación con la clientela a su propia y particular estructura, en tanto que desde las operaciones efectuadas en el marco del mercado de valores la relación jurídica es bilateral al vincular al inversor con el intermediario, está establecida habitualmente en torno al contrato de comisión y el objeto del negocio jurídico se configura en los valores negociables, mientras que para aquella institución la relación jurídica es multilateral, al ligar al partícipe tanto con la sociedad gestora como con la entidad depositaria⁽⁴⁷⁾, está instaurada en torno a un contrato complejo al que podríamos calificar de inversión o más concretamente de inversión colectiva⁽⁴⁸⁾ y el objeto se conforma en base a los bienes inmuebles. Así pues, y en aplicación de estas diferencias, es por lo que también la

⁽⁴⁷⁾ En este sentido *vid.* ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., “Los fondos de inversión inmobiliarios...”, *op. cit.*, p. 34.

⁽⁴⁸⁾ De contrato de inversión colectiva habla LLEVADOT ROIG., “Los llamados fondos de inversión...”, *op. cit.*, p. 38, y de mecanismo de gestión contractual de la inversión inmobiliaria colectiva o mecanismos contractuales complejos de gestión colectiva califica a los fondos de inversión inmobiliaria TAPIA HERMIDA, A.J., “Los fondos de inversión inmobiliaria...”, *op. cit.*, pp. 786 y 787, añadiendo que se debería introducir en nuestro ordenamiento la noción de contrato de gestión de inversión colectiva, contemplado en otros ordenamientos como el suizo y el italiano, como contrato de naturaleza asociativa que permitiera la explicación unitaria de las relaciones jurídicas existentes en el seno de los fondos de inversión inmobiliaria.

legislación especial reguladora de los fondos de inversión inmobiliaria opta por adaptar las normas de relación de la clientela a su propio sistema organizativo.

Como consecuencia de todo ello, pues:

1.º Las normas precontractuales, esto es, la serie de obligaciones informativas que ostenta el intermediario en el sector del mercado de valores hacia el conjunto de clientes potenciales dirigidas a la protección de éstos desde la procura de un conocimiento general sobre las condiciones que ofrecen sus servicios en aras de posibilitar su comparación efectiva⁽⁴⁹⁾ e integradas por el cumplimiento de unas precisas obligaciones dirigidas a proporcionar de manera comprensible una información adecuada sobre la entidad, sus servicios, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión, los centros de ejecución de órdenes, así como los costes asociados⁽⁵⁰⁾, resultan aplicables a las sociedades gestoras del fondo al ser reconocidas expresamente como ámbito subjetivo de aplicación de las disposiciones que regulan tales exigencias desde el art. 65.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, así como desde del art. 1.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

No obstante, y en tanto que la sociedad gestora está obligada en relación a cada uno de los fondos de inversión que administren a publicar para su difusión entre los partícipes y “*el público en general*” un folleto completo, un folleto simplificado, un informe anual, un informe semestral y un informe trimestral con el fin de que de forma actualizada sea públicamente conocida una información determinada relativa a todo el complejo organizativo que entraña la institución (arts. 17 y 18 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 21 a 25 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), es por lo que desde el art. 67 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se vienen a reducir las exigencias de las informaciones precontractuales requeridas desde el sector del mercado de valores, al estimar que se considerará información suficiente en relación con los instrumentos, las estrategias de inversión y sobre los costes y gastos asociados que se refieran a la institución, incluidas las comisiones de suscripción y reembolso a los

⁽⁴⁹⁾ Definiendo análogamente a las normas de información precontractual en el mercado de valores *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores...”, *op. cit.*, p. 1165; *id.*, *Derecho del mercado...*, *op. cit.*, p. 285.

⁽⁵⁰⁾ Sobre las exigencias a incluir en las comunicaciones publicitarias dirigidas a los clientes potenciales que afectan a las entidades que prestasen servicios de inversión en el mercado de valores *vid.* arts. 79 bis de la LMV y, del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, 60 en relación a las condiciones que debe de cumplir la información para que sea clara, imparcial y no engañosa, 61 en atención a la información referente a la clasificación de los clientes, 62 en referencia a los requisitos generales de información a los clientes, 63 en alusión a la información sobre las entidades y sobre sus servicios, 64 a efectos de indicar la información sobre los instrumentos financieros, 65 en atención a los requisitos de información con vistas a la salvaguardia de los instrumentos financieros o los fondos de los clientes, 66 a efectos de aludir a la información sobre los costes y gastos asociados, 71 en referencia a la indicación del régimen de las tarifas, y 72, 73 y 74, en alusión a la evaluación de la idoneidad y conveniencia del servicio para los potenciales clientes.

efectos de lo dispuesto en el art. 79 bis.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, la información abastecida a través de la elaboración del folleto simplificado.

Pero además, tal deber de información a través del folleto o informes es también el que permite, en relación con la restante estructura organizativa que detenta el fondo de inversión inmobiliaria, extender estas obligaciones de información precontractual previstas en el ámbito del mercado de valores a la institución, al venir a significar de una forma análoga a aquél, pero con la consiguiente adaptación al complejo sistema de la inversión colectiva de los fondos de inversión inmobiliaria a través de las especialidades que integran las exigencias informativas propias de la institución, la utilización de la información como herramienta para tutelar los intereses de los futuros partícipes. Esta circunstancia queda patente en la regulación de los fondos de inversión inmobiliaria al establecerse la obligación de que en el folleto dirigido al público en general se tengan que recoger tanto el límite máximo y la forma de cálculo de las comisiones —que para este tipo de contrato de inversión colectiva serán de gestión, suscripción, reembolso y de depósito y cuyos beneficiarios serán, junto a las sociedades gestoras, también los depositarios en atención a las funciones que desempeñen⁽⁵¹⁾—, como todas las circunstancias que puedan influir en la apreciación del valor del patrimonio⁽⁵²⁾ y

(51) Efectivamente este imperativo en la forma de actuación contemplado desde el art. 8 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y en el art. 22.1.q) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, ha sido desarrollado en los arts. 5, 6, 7 y 8 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en relación con los fondos de inversión inmobiliaria a efectos de establecer cuáles serán los límites máximos en la fijación de las comisiones a recibir (a diferencia de lo que ocurre en el mercado de valores, donde las retribuciones que percibirán sus miembros serán libres, salvo que el Gobierno estableciese retribuciones máximas para las operaciones cuya cuantía no exceda de una determinada cantidad y para aquellas que se hagan en ejecución de resoluciones judiciales (art. 42 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores), al señalarse que para esta clase de fondos las sociedades gestoras podrán percibir de los fondos una comisión de gestión como remuneración de sus servicios que no podrá ser superior al 4% del patrimonio del fondo o al 10% de sus resultados si se calcula en función de éstos, o al 1,50% del patrimonio y el 5% de sus resultados si se calcula en función de ambos. En relación con la comisión de suscripción se establece que no podrá ser superior al 5% del valor liquidativo de la participación, ni la de reembolso superior al 5% del valor liquidativo de la participación. Finalmente, y en relación con la comisión del depositario, se establece que no podrá exceder del 4 por mil anual del patrimonio del fondo en relación con la retribución al depositario por la realización de todas las funciones que le asigne la normativa, y con independencia pues de que éstos puedan recibir de los fondos otras comisiones por la liquidación de operaciones, siempre que sean conformes con las normas generales reguladoras de las correspondientes tarifas.

(52) Corresponde a la sociedad gestora del fondo de inversión inmobiliaria designar a la sociedad tasadora que será la que determine el valor del patrimonio de la institución, y ello dado que, como los precios en el sector inmobiliario pueden variar de un lugar a otro, de una comunidad a otra e incluso dentro de una misma ciudad y no existe un mercado donde periódicamente se fije la cotización inmobiliaria, y es la gestora quien en nombre del fondo compra, alquila y vende y es la responsable de establecer el valor liquidativo de las participaciones, el legislador le exige que designe un tercero independiente que valore periódicamente los bienes inmuebles para mayor garantía de los partícipes (art. 57 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

perspectivas de la institución, en particular los riesgos inherentes que comporta, así como el cumplimiento de la normativa aplicable⁽⁵³⁾ ⁽⁵⁴⁾.

2.º Las normas de documentación contractual, es decir aquellas en virtud de las cuales se prevé en el mercado de valores la obligación de constancia por escrito y de entrega de los contratos celebrados (arts. 79 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, 75 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y 7 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995), así como la exigencia de contratos tipo para la realización de concretas operaciones, y entre las cuales figura la de gestión de carteras concebida de una forma genérica (arts. 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, 8 de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, y 9 a 12 de la Circular de la CNMV 1/1996, de

⁽⁵³⁾ En este sentido *vid.* los arts. 17 y 18 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, desarrollados por los arts. 21 a 25 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en donde se establece que las sociedades gestoras en relación a cada uno de los fondos de inversión que administren estarán obligadas a publicar para su difusión entre los partícipes y “*el público en general*” un folleto completo, un folleto simplificado, un informe anual, un informe semestral y un informe trimestral con el fin de que de forma actualizada sea públicamente conocida una información que incluye la identificación de la institución de inversión colectiva, del depositario y de la gestora, su fecha de constitución, el régimen fiscal aplicable, los planes especiales de inversión ofrecidos, la información sobre las sociedades de asesoría y la evolución histórica de la institución, así como información de carácter comercial, dirigida a indicar la forma de suscribir o reembolsar las participaciones, en su caso el volumen máximo que podrán alcanzar el total de las participaciones de un mismo inversor, la fecha y forma de distribución de los dividendos de las participaciones cuando proceda, identificación del valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos y la indicación de la hora límite diaria para la aceptación de órdenes de suscripción y reembolso de participaciones, y la frecuencia con que se publicará el valor liquidativo y lugar y forma en que podrá consultarse.

⁽⁵⁴⁾ Si bien en estas normas precontractuales queda fuera de toda duda que su inobservancia constituiría un supuesto de infracción de carácter administrativo contemplado en los arts. 80.a) y 81.a) y b) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, hay que indicar que también se configuran como un criterio de integración del contrato. Esto se debe no a que las citadas normas permitan ubicarse en el art. 61.2 de la Ley de consumidores y usuarios, aprobada por el Real Decreto-Ley 1/2007, de 16 de noviembre, puesto que no estimamos que puedan considerarse como actividades de promoción, dado que no se trata de una función que tenga por finalidad incentivar la celebración de los contratos de un servicio (*vid.* DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “La protección de los derechos económicos y sociales en la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios”, *Estudios de consumo*, n.º 3, 1984, p. 51, para hacer notar la ausencia de tal condición en las normas precontractuales exigidas a los intermediarios operantes en el mercado de valores), ni como una actividad publicitaria, ante el carácter obligatorio que tiene una información que deberá efectuarse por las leyendas y formatos reglamentariamente impuestos en los que se excluyen los tonos y los modos habitualmente publicitarios (*vid.* GALÁN CORONA, E., “Las órdenes ministeriales y circulares del Banco de España sobre protección de la clientela: su posición ordinal”, en AA.VV., *Estudios de derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. II, La Ley, 1994, p. 892, pronunciándose en análogo sentido en relación con las normas precontractuales desde el sector crediticio). Tampoco se debe tal integración contractual a que nos encontremos como receptores de la norma a los consumidores, y ello porque de ser así se estaría considerando como parte débil de la relación jurídica a todos sus destinatarios con independencia de su situación de desequilibrio en el contrato, lo cual originaría que si el concepto de consumidor se generaliza hasta el punto de considerar que consumidores somos todos, dicha condición ya no sería especial, por lo que en dicho ámbito subjetivo no podría basarse la creación de un derecho excepcional denominado como derecho de los consumidores porque si no incurriríamos en el error de tratar como especial aquello que aparece

27 de marzo), resultan aplicables nuevamente a las sociedades gestoras del fondo al ser reconocidas expresamente como ámbito subjetivo de aplicación de la normativa reguladora de tales exigencias desde los arts. 65.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y 1.5.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, así como al formar parte del ámbito de aplicación de la norma previsto en los arts. 1.b) de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y 1.b) de la Circular de la CNMV 1/1996, de 27 de marzo⁽⁵⁵⁾.

Pero además, también esta normativa de documentación contractual resulta adaptada al restante complejo organizativo establecido en torno a los fondos de inversión inmobiliaria a través de su normativa específica. En efecto, esto se debe a que si bien no se puede proceder a efectuar una asimilación absoluta de toda la estructura de la institución a la citada norma por la distinción tanto de sus objetos principales como de los contratos subyacentes, sí que resulta adaptada a aquella, puesto que al tener el partícipe la condición de inversor su tutela tiene que velar para que, con conocimiento de causa, acepte de antemano un riesgo inherente a la inversión o desinversión que realiza y, en fin, para que en este caso la vía documental se erija en el elemento que otorgue la transparencia del mercado, la certeza de la posición jurídica de la clientela y, en definitiva, la seguridad jurídica de la relación. Estas circunstancias se ponen de manifiesto en la exigencia de la forma documental en el contrato entre la sociedad gestora y la depositaria a efectos de la constitución del fondo (arts. 4 y 60 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre), para el abastecimiento de la información sobre la marcha del fondo a los partícipes (arts. 17 y 18 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre), a efectos de efectuar el traspaso o la comercialización de participaciones (arts. 28, en sus

como genérico (*vid.* DE LA CUESTA RUTE, J.M.^a, “Publicidad de tipos y tarifas”, *RDBB*, n.º 2, 1981, pp. 400 y 401, considerando la ausencia de la condición de consumidor en los destinatarios de las normas precontractuales en el ámbito crediticio). Decimos pues que la incidencia de estas normas de ordenación en el ámbito contractual viene determinada por su condición de oferta *ad erga omnes* que deviene en vinculante mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 del CC y 57 del C.Co.) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella (*vid.* SSTs de 29 de enero de 1965; 31 de marzo de 1982; 21 de septiembre de 1987; 23 de febrero de 1988; 11 de mayo de 1988; 27 de marzo de 1991; 22 de octubre de 1992; 2 de febrero de 1992 y 9 de octubre de 1998), que entendemos que se encuentra vigorizada para este caso por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas precontractuales previstas por las propias disposiciones de ordenación del fondo de inversión inmobiliaria, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinando así que su práctica se torne inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

⁽⁵⁵⁾ En efecto, desde ambos preceptos normativos se viene a establecer en idéntico sentido que serán de aplicación sus normas a “*las demás entidades sujetas a la Ley del mercado de valores, sin perjuicio de la aplicación a tales entidades de su normativa específica*” y por lo tanto pues, en plena sintonía con lo establecido en un art. 65.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, que viene a reconocer que “*serán de aplicación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva... las normas previstas en la presente Ley, y en sus disposiciones de desarrollo*”.

apdos. 2 y 6, y 80 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, así como los arts. 4.6 y 20 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como para la representación de la participación en el fondo (art. 4.2 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

3.º Las normas reguladoras de las órdenes y de la ejecución de operaciones dirigidas desde el sector del mercado de valores a que cuando se curse una operación se deberá proceder a su comunicación a la CNMV⁽⁵⁶⁾ y se exigirá que se disponga de procedimientos o sistemas de gestión de órdenes que permitan su rápida y correcta ejecución⁽⁵⁷⁾ y posterior asignación, de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realicen operaciones para varios de ellos o se actúe por cuenta propia⁽⁵⁸⁾, además de que se establezca un registro de operaciones que refleje la información

⁽⁵⁶⁾ En base al art. 59 bis de la LMV, se establece que las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicarlas a la CNMV, a la mayor brevedad posible, a más tardar al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución. Esta obligación se entenderá exigible en todo caso, independientemente del método, medio, mercado o sistema a través del que se hubieran ejecutado las operaciones. Además, también se establece que los informes a remitir tendrán que tener el contenido señalado en el Reglamento 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro y la información sobre las operaciones.

⁽⁵⁷⁾ Para cumplir lo dispuesto en la letra a) del apartado 1 del art. 79 sexies de la LMV las entidades deberán contar, tal y como establecen los arts. 79 sexies 2 de la LMV y 77 a 79 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, con una política de ejecución de órdenes que definirá la importancia relativa atribuida al precio, a los costes, a la rapidez y eficiencia en la ejecución y liquidación, y a cualquier otro elemento que juzguen relevante para la ejecución de la orden y que deberá incluir, para cada clase de instrumento, información sobre los distintos mercados, sistemas o cualquier otro centro de negociación en que la empresa ejecute las órdenes de sus clientes, y los factores que influyan en la elección del centro de negociación. Además, será necesario que la entidad informe a sus clientes sobre su política de ejecución de órdenes, y que obtenga su consentimiento antes de aplicársela.

⁽⁵⁸⁾ En base al art. 80 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se establece que las entidades que presten servicios de inversión deberán cumplir los siguientes requisitos cuando ejecuten las órdenes de sus clientes:

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

sobre las órdenes recibidas y sobre sus actuaciones en la ejecución de ellas⁽⁵⁹⁾ y un archivo de justificantes de las órdenes percibidas sobre algunas actividades⁽⁶⁰⁾ resultan aplicables a las sociedades gestoras del fondo. Esta circunstancia se debe al ser contempladas como ámbito subjetivo de aplicación de las normas que regulan tales exigencias desde los arts. 65.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y 1.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, así como al poder quedar incluidas en el ámbito de aplicación previsto por la norma primera de la Circular de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre.

No obstante, esta vía de tutela del partícipe ejercida a través del control de la voluntad de la que surge la opción inversora, y a que su ejecución se produzca del modo más óptimo, está configurada desde la consideración de que la relación jurídica que mantiene el intermediario con respecto a los inversores es, por regla general, de comisión mercantil, y que por ello la interconexión funcional se centra en ambos

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

- a) Que resulte improbable que la acumulación perjudique en conjunto a ninguno de los clientes cuyas órdenes se acumulan.
- b) Que se informe a cada uno de los clientes afectados que como resultado de la acumulación de órdenes pueden verse perjudicados en relación con una orden concreta.
- c) Que se adopte y se aplique de manera efectiva una política de atribución de órdenes que prevea de manera precisa la atribución equitativa de órdenes y transacciones acumuladas, especificando cómo la relación entre volumen y precio de las órdenes determina las atribuciones y el tratamiento de las ejecuciones parciales.
- d) Que cuando se acumulen órdenes de varios clientes y la orden acumulada sólo se ejecute parcialmente se atribuyan las operaciones de conformidad con su política de gestión de órdenes.
- e) Que cuando acumulen órdenes de uno o varios clientes con transacciones por cuenta propia no se atribuyan las operaciones de manera que resulte perjudicial para un cliente.
- f) Que cuando se acumule la orden de un cliente con una transacción por cuenta propia y la orden acumulada se ejecute parcialmente se atribuyan las operaciones con prioridad al cliente sobre la entidad salvo cuando ésta pueda demostrar, de manera razonable, que sin la acumulación no se habría podido ejecutar la orden, o bien no se habría podido hacer en términos tan ventajosos, en cuyo caso podrá atribuirse proporcionalmente la transacción por cuenta propia de conformidad con lo dispuesto en la letra c) anterior.

⁽⁵⁹⁾ Así pues, el registro de operaciones, que deberá llevarse por unos medios informáticos que asignen a la información contenida en él las claves o códigos adecuados para permitir la identificación de forma inequívoca de su contenido y tendrá que estar clasificado por riguroso orden cronológico en la recepción de órdenes, deberá incluir no ya sólo las operaciones que las entidades realizasen en la ejecución de un mandato genérico o específico, sino incluso también las que efectuasen por cuenta propia y los compromisos que adquiriesen a plazo [*vid.* arts. 70 ter de la LMV, 27.1.b) y 33 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y 3, 4, 5, 6 y 7 de la Circular de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre].

⁽⁶⁰⁾ Este archivo de justificantes de órdenes, que estará formado por el ejemplar original de la orden firmada por el cliente o por persona autorizada, por la cinta de grabación, cuando la orden se efectuase de forma telefónica, o por el registro magnético si la transmisión se realizase electrónicamente, ostenta una irrefutable vinculación con el registro de operaciones dado que cada anotación en éste deberá sustentarse en una orden de entre las comprendidas por aquél (*vid.* norma segunda de la Circular de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre).

sujetos, por lo que bastará que sus normas de protección de la clientela pongan el énfasis en la orden dada por aquellos, dirigiéndose al registro de estas operaciones y a la ejecución de éstas, para que se produzca la tutela de una forma adecuada. Ahora bien, dado que desde el sistema de los fondos de inversión inmobiliaria la relación jurídica queda instaurada en torno a un contrato de inversión colectiva en donde la opción inversora viene dada, además de por el partícipe, cuando solicite el traspaso de la inversión y la suscripción o el reembolso de las participaciones ⁽⁶¹⁾, por la sociedad gestora del fondo de una forma permanente, para que se dote de una óptima tutela las normas de protección también tienen que poner su fuerza en el control de estas decisiones, y así pues es por lo que, siguiéndose este mismo principio de tutela pero adaptándolo a las exigencias propias de la institución, también desde la normativa especial reguladora de ésta se prevé la exigencia a las gestoras del cumplimiento de una serie de requisitos. Estos son los derivados de que cuando pretendan realizar la actividad de comercialización de participaciones de fondos gestionados por ellos u otra actividad de venta, enajenación, intermediación, suscripción, posterior reembolso o transmisión de las participaciones del patrimonio de la institución en cuestión, con carácter previo a su inicio, deban presentar ante la CNMV una declaración de actividades que refleje su intención, acompañada de una memoria explicativa de la forma de su ejecución y que justifique su capacidad para cumplir con los requisitos que la CNMV pudiese establecer para su desarrollo (art. 65.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como, en lo que se refiere al traspaso de participaciones, la exigencia de que la sociedad gestora de destino conserve la documentación en la que se ordena por escrito la realización de la gestión (art. 28.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

4.º Las normas de información a la clientela para las operaciones efectuadas desde el sector del mercado de valores también resultan adaptadas al complejo sistema organizativo regulador de los fondos de inversión inmobiliaria.

En efecto, desde el mercado de valores se establece la obligación por la que los intermediarios financieros quedan adscritos al cumplimiento del deber de mantener en todo momento adecuadamente informados a sus clientes sobre los servicios prestados, a través de una información que deberá ser imparcial, clara, no engañosa y comprensible ⁽⁶²⁾, y que resultará detallada de distinta forma dependiendo de la clasificación que

⁽⁶¹⁾ En base a los arts. 38.2.b) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 64.3.c) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se establece concretamente para los fondos de inversión inmobiliaria que deberá permitírsele al partícipe suscribir o solicitar el reembolso de sus participaciones, al menos, una vez al año, salvo que la CNMV, excepcionalmente, cuando existan razones de mercado que lo justifiquen o para asegurar el buen funcionamiento o la estabilidad del fondo, autorice, en el caso de los reembolsos, un plazo distinto que no podrá superar los dos años.

⁽⁶²⁾ Si bien es el art. 79 bis.2 de la LMV el que viene a requerir estas exigencias, es el art. 60 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, el que atiende a indicar cuáles serán las condiciones que tendrá que tener la información para poder cumplir tales requisitos.

se le reporte a los clientes en minoristas, profesionales y contraparte ⁽⁶³⁾, a efectos de modularse por el régimen normativo que exige la información ⁽⁶⁴⁾ el distinto grado de protección que requiere el perfil del cliente en función de su experiencia y conocimientos en relación con las operaciones y servicios que soliciten, a efectos de no establecer requisitos que supongan una costosa, innecesaria e infructuosa carga tanto para la entidad como para el propio cliente.

Pero, si bien esta fórmula se configura como una útil herramienta jurídica en aras de la tutela del partícipe del fondo, necesita ser adaptada para su aplicación a la compleja estructura organizativa establecida en el fondo. Esta circunstancia se debe no ya sólo para ser reconocido el deber de información como un derecho de los partícipes, base sobre la que se erige tal medida ⁽⁶⁵⁾, sino también para aplicar la concreción del deber informativo previsto en el mercado de valores a la sociedad gestora del fondo —tal y como permiten los arts. 65.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y 1.5.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero— al no serles de aplicación la clasificación de contrapartes elegibles, y al reducirseles las exigencias de las informaciones requeridas desde el sector del mercado de valores, al estimar que se considerará información suficiente en relación con los instrumentos, las estrategias de inversión y sobre los costes y gastos asociados a los efectos de lo dispuesto en el art. 79 bis.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, la información abastecida a través de la elaboración del folleto simplificado ⁽⁶⁶⁾.

A.2. *Las normas de conducta*

Además de quedar los fondos de inversión inmobiliaria vinculados a las normas de relación con la clientela, lo hacen también con respecto a las normas de conducta, de una forma directa. Esta circunstancia se pone de manifiesto dado que, desde la disciplina jurídica reguladora de los fondos de inversión inmobiliaria, se produce para su vinculación a la citada normativa una remisión al plano jurídico del mercado de

⁽⁶³⁾ De esta forma, pues, las empresas que presten servicios de inversión deberán clasificar a sus clientes en profesionales, cuando se presuma de aquellos la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (supuestos que se deducen de formar parte del elenco establecido en el art. 78 bis.3 de la LMV), de minoristas, en el caso en que no sean considerados como profesionales, y contrapartes, cuando se refieran a clientes incluidos en la clasificación dada por el art. 78 ter de la LMV.

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

⁽⁶⁵⁾ En efecto, si bien desde el mercado de valores las normas de información a la clientela son el reflejo del deber clásico de todo mandatario (art. 1720 del CC) y de todo comisionista (art. 263 del C.co.) que rige en los contratos acaecidos en este sector al configurarse las relaciones entre los intermediarios y los clientes —por regla general— mediante la comisión mercantil, en el marco organizativo de los fondos de inversión inmobiliaria son la materialización del derecho que se le reconoce a todo partícipe de obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre el fondo y el valor de las participaciones, así como la posición del partícipe en el fondo [art. 5.2.c) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre].

⁽⁶⁶⁾ *Vid.* arts. 1.5.b) y 67 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

valores. En efecto, la normativa jurídica de ética profesional, constituida por las disposiciones contenidas en su mayoría en el título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores desde una norma básica iniciada desde el derecho comunitario⁽⁶⁷⁾ y creada en nuestro sistema con el fin de dar primacía al aspecto deontológico ante la observancia de la moralización del mercado público como vía que permite generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros para preservar la integridad y reputación de los mercados, garantizar un correcto y armónico funcionamiento de éstos y proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión, y que no tiene por objeto actos concretos o negocios jurídicos individualmente considerados sino una actividad derivada de la intermediación misma, resulta aplicable al complejo organizativo previsto en los fondos de inversión inmobiliaria, ya que son los arts. 65 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 96 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, los que establecen que las sociedades gestoras y las entidades depositarias del fondo, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y apoderados⁽⁶⁸⁾, deberán respetar, además de las especificaciones que sean oportunas por su distinta estructura organizativa, el mismo esquema normativo de conducta que se prevé en el art. 78 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores para quienes presten servicios de inversión⁽⁶⁹⁾, y por ello pues, las siguientes normas de conducta:

1.º Las contenidas en los títulos IV y VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, compuesto por una serie de artículos en los que se esbozan los principios que han de regir las normas de conducta y en los que se establece de tal forma el deber de organización a efectos de garantizar el cumplimiento de las obligaciones que la normativa les impone (art. 70) y con la finalidad de reducir riesgos de conflictos de interés (art. 70 quater), de atenerse a los principios de diligencia y transparencia en interés de sus clientes (art. 79), las restricciones en el uso de informaciones privilegiadas (art. 81), el deber de informar sobre hechos relevantes (art. 82) y la obligación de establecer medidas de separación informativa interna (art. 83), así como el deber de abstenerse de la realización de prácticas que falseen la libre formación de precios (83 ter) y de comunicar las operaciones sospechosas (art. 83 quater).

⁽⁶⁷⁾ En efecto, el origen de estas normas está en unos principios que, contenidos en el código de conducta europeo sobre transacciones de valores mobiliarios (Recomendación de la CEE de 25 de julio de 1977) y en las normas de conducta surgidas en las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores, reiterados por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, sobre operaciones con información privilegiada, y extendido su ámbito de operatividad más allá del *insider trading* por el art. 11 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión, ponían de manifiesto la permeabilidad de la tradición anglosajona autorreguladora derivada del carácter privado de sus mercados de valores. En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., “La adaptación del derecho español...”, *op. cit.*, p. 987; TAPIA HERMIDA, A.J., “Las normas de actuación en los mercados de valores...”, *op. cit.*, p. 320; CACHÓN BLANCO, J.E. “El principio jurídico de protección...” *op. cit.*, p. 637.

⁽⁶⁸⁾ *Vid.* art. 67.5 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

⁽⁶⁹⁾ *Cfr.* art. 65.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.

2.º Las establecidas en el capítulo 1 del título VI de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, a efectos de tener en cuenta las adaptaciones y especificaciones que se tengan que establecer por razón de la distinta estructura organizativa que otorga el complejo contrato de inversión colectiva. En efecto, dado que las normas contempladas en el título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, están concebidas por el legislador para regular la conducta del intermediario financiero ante los concretos negocios jurídicos y el específico objeto que aparece en el mercado de valores, su extrapolación a otras estructuras organizativas donde los contratos subyacentes y el objeto son distintos plantea en algunos casos la necesidad de una adaptación.

Esto es lo que ocurre con la exigencia de separación del depositario, dado que el principio de separación informativa interna previsto en el marco del mercado de valores está concebido en una relación bilateral, por lo que las medidas que se establecen para evitar una posible situación de riesgo serían insuficientes cuando las situaciones de potencial conflicto de interés surgen en la estructura organizativa de una relación multilateral en la que, junto a los partícipes del fondo, intervienen su sociedad gestora, así como su depositaria. Así pues, son los arts. 68 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 100 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, los que vienen a contemplar esta necesidad de adaptación al establecer que ninguna entidad podrá ser depositaria de un fondo de inversión inmobiliaria gestionado por una sociedad perteneciente a su mismo grupo, salvo que el fondo, o en su caso la sociedad gestora, disponga de un procedimiento específico recogido en su reglamento interno de conducta que permita evitar conflictos de interés previniendo la separación física de los recursos humanos y materiales dedicados a la actividad de gestión y depositaría y los instrumentos informáticos que impidan el flujo de la información entre los responsables de una y otra actividad⁽⁷⁰⁾. Además, también el legislador ha venido a otorgar la competencia para que se verifique el cumplimiento de este requisito y para que se proceda a informar a la CNMV, a una comisión independiente creada en el seno del consejo de administración o a un órgano interno de la sociedad gestora, y para que, en caso de que no se cumpliera lo preceptuado, se proceda a la sustitución del depositario por otro que no pertenezca a su mismo grupo.

En la misma línea de esta necesidad de adaptación, también se procede a regular a las operaciones vinculadas a efectos de concretar para el sistema organizativo de los fondos de inversión inmobiliaria cuáles son las transacciones abusivas que pueden ser

⁽⁷⁰⁾ En particular, desde el art. 100 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se establece que el reglamento interno tendrá que prever las siguientes normas de separación:

- a) La inexistencia de consejeros o administradores comunes.
- b) La dirección efectiva de la sociedad gestora por personas independientes del depositario.
- c) Que la sociedad gestora y el depositario tengan domicilios diferentes y separación física de sus centros de actividad.

Además, la sociedad gestora deberá manifestar en los documentos informativos señalados en el art. 21 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, el tipo exacto de relación que les vincule al depositario, tomando como referencia, en su caso, la enumeración de circunstancias contenidas en el art. 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.

susceptibles de producirse, y a efectos, en fin, de establecer los mecanismos jurídicos más idóneos para evitarlos. Así pues, desde los arts. 67 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 99 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se viene a establecer que cuando se procediese a efectuar una serie de concretas operaciones referidas por el legislador y denominadas como “operaciones vinculadas”⁽⁷¹⁾ entre la sociedad gestora y la depositaria de un mismo fondo, la sociedad gestora del fondo y quienes desempeñasen en ella cargos de administración y dirección, la sociedad gestora con respecto al fondo al que administra o el depositario con respecto al fondo al que custodia, se tendrá que disponer por la gestora del fondo de un procedimiento interno formal, recogido en su reglamento interno de conducta, para cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo del fondo y a precios o en condiciones iguales o mejores que los del mercado, y sobre los que deberán informar en los folletos y en la información periódica que estén obligados a publicar.

En último término, la citada exigencia de adaptación viene determinada por el requerimiento de que el fondo de inversión inmobiliaria deberá efectuar sus transacciones a precio y en condiciones de mercado (art. 66 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

3.º Las dictadas en desarrollo de los preceptos anteriores que apruebe el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV, y por ello, tal y como precisa el art. 97 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (modificado por la disposición final tercera del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), las normas de conducta establecidas desde el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en el que se proceden a concretar las normas de aplicación general previstas por el título IV y VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y por el que deberán de actuar manteniendo medidas y procedimientos adecuados para detectar cualquier riesgo de incumplimiento de las obligaciones impuestas por las normas que resulten de aplicación (art. 28), tendrán que establecer determina-

(71) Desde los arts. 67.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 99.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se viene a considerar que son operaciones vinculadas las siguientes:

- a) El cobro de remuneraciones por la prestación de servicios a una institución de inversión colectiva, excepto los que preste la sociedad gestora a la propia institución y los que se determinen reglamentariamente.
- b) La obtención por una institución de inversión colectiva de financiación o la constitución de depósitos.
- c) La adquisición por una institución de inversión colectiva de valores o instrumentos emitidos o avalados por alguna de las personas a las que son susceptibles de aplicarse las operaciones vinculadas o en cuya emisión alguna de dichas personas actúe como colocador, asegurador, director o asesor.
- d) Las compraventas de valores.
- e) Toda transferencia o intercambio de recursos, obligaciones u oportunidades de negocio entre las sociedades gestoras y los depositarios, por un lado, y quienes desempeñen en ellos cargos de administración o dirección, por otro.
- f) Cualquier negocio, transacción o prestación de servicios en los que intervenga una institución de inversión colectiva y cualquier empresa del grupo económico de la gestora del depositario o alguno de los miembros de sus respectivos consejos de administración u otra institución de inversión colectiva o patrimonio gestionados por la misma entidad gestora u otra gestora del grupo.

das medidas dirigidas a la gestión de riesgos (art. 29), garantizará la alta dirección el cumplimiento de las obligaciones establecidas por la Ley 24/1988, de 28 de julio, y sus disposiciones de desarrollo (art. 31), así como atenderán a seguir una política de gestión de los conflictos de interés (arts. 44 a 47) que resultan concretados para los fondos de inversión inmobiliaria en función de lo previsto en el art. 58 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

4.º Las contenidas en los reglamentos internos de conducta tendentes a garantizar lo dispuesto en el art. 65 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y en el título IV del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, los cuales serán de obligatorio otorgamiento tanto para las sociedades gestoras del fondo [arts. 43.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 75.f) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre] como para las depositarias (art. 98.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre)⁽⁷²⁾.

3. Vinculación al principio de transparencia

Otro principio rector del derecho del mercado de valores que encuentra su proyección en la normativa reguladora de los fondos de inversión inmobiliaria, al constituirse —por la condición de intermediario financiero de aquél— como un objetivo de la política legislativa a seguir, es el principio de transparencia, dado que el substrato de lo que se negocia en el mercado es la información, y de ahí que sea esencial garantizar que el mercado es transparente, esto es, “casas de cristal” en las que los inversores deben informarse cumplidamente de los productos en los que arriesgan su ahorro⁽⁷³⁾.

A) Obligación de información de los fondos de inversión inmobiliaria

En efecto, el principio de transparencia informativa es uno de los pilares en los que se basa el funcionamiento de los fondos de inversión inmobiliaria. Sin información organizada y fidedigna no es concebible una institución de inversión colectiva y ello puesto que no ya sólo actúa como corriente de comunicación entre la sociedad gestora y el partícipe, posibilitando al ahorrador hacer un seguimiento puntual de las evoluciones de sus inversiones, sino que también permite a la CNMV ejercer sus tareas de supervisión y vigilancia, además de dar publicidad a la información que, a disposición del público, se encuentra en su sede, y permitir conocer las preferencias de

⁽⁷²⁾ El incumplimiento de todas estas normas de conducta tendrá una doble consecuencia:

— De tipo administrativo, dado que su ausencia o inobservancia resulta tipificada por los arts. 80.p), s), t), y v), 81.m) y n) y 82.a), de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, como infracción sancionable desde el título VI de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

— De tipo civil, y ello puesto que constituyen normas obligatorias a efectos de las relaciones contractuales individuales por lo que su incumplimiento puede dar lugar a responsabilidad de la gestora la depositaria, así como de quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y apoderados frente al partícipe en el supuesto de daños causados a éste.

⁽⁷³⁾ En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, pp. 26 y 27.

los ahorradores, la composición de las carteras, la evolución de las rentabilidades, así como los desplazamientos hacia nuevos productos de inversión a efectos de establecer estudios comparativos sobre la situación en otros países. En definitiva, este principio le permite al partícipe conocer lo que está ocurriendo con sus ahorros en todo momento, además de que ayuda a dar transparencia a los mercados inmobiliarios⁽⁷⁴⁾.

Ahora bien, la contemplación del citado principio de transparencia informativa de forma abstracta como un elemento básico de la política legislativa a seguir también para la regulación de los fondos de inversión inmobiliaria no es ya sólo la única vía de aproximación que se produce con respecto al panorama jurídico regulador del mercado de valores, y ello dado que también su concreción normativa viene a ser planteada en similares términos para ambos casos. En efecto, esta circunstancia se pone de manifiesto por que, si bien el legislador no efectúa una remisión de carácter genérico al marco normativo del mercado de valores para la regulación de estos aspectos, sí que lo hace para el tratamiento de puntuales cuestiones a efectos de que la resolución de la controversia o el alcance pretendido en ciertos casos venga planteado desde la normativa propia reguladora del mercado de valores, además de que cuando procede al desarrollo del principio de transparencia de una forma general lo efectúa de un modo análogo a aquél, y ello aun cuando exija la necesaria adaptación al complejo y propio esquema organizativo detentado por el fondo de inversión inmobiliaria. Así pues, lo anterior queda evidenciado, dado que:

— En cuanto a la transparencia contable, las sociedades gestoras del fondo, de igual modo que los que realicen funciones de intermediación financiera (disposición adicional 1.ª de la Ley 19/1988, de 22 de julio, de auditoría de cuentas), deben someter anualmente a auditoría de cuentas sus estados financieros (arts. 21 de la Ley 35/2002, de 4 de noviembre, y 32 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

— En cuanto a la transparencia política dirigida a que el público inversor tenga derecho a conocer cuáles son las estructuras de poder del sistema organizativo en el que participa en la medida en que puede influir en los proyectos económicos de futuro, el legislador no ya sólo establece en la regulación de los fondos que sus sociedades gestoras queden acogidas a un régimen de comunicación de sus participaciones significativas a la CNMV⁽⁷⁵⁾, de igual modo que ocurre con las empresas de servicios de

(74) En este sentido *vid.* OSÁCAR GARAICOECHEA, C., *Manual de los fondos...*, *op. cit.*, pp. 23 y 77.

(75) Desde los arts. 22 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 29 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se viene a establecer que las sociedades gestoras de los fondos de inversión deberán comunicar a la CNMV, trimestralmente, durante el mes siguiente a la finalización de este período y por medios electrónicos, la identidad de los partícipes que por sí o por persona interpuesta, en relación con la identificación de clientes que alcancen, superen o desciendan sobre los porcentajes del 20, 40, 60, 80 o 100 por cien de participación en el fondo. Además también se procede a indicar que la obligación de comunicar nacerá sobre las operaciones de adquisición, suscripción, reembolso o transmisión de participaciones, o de variaciones en el patrimonio del fondo.

inversión⁽⁷⁶⁾, sino que además se remite al ámbito normativo del mercado de valores para determinar cuándo ha de considerarse que la gestora tiene conocimiento de esta circunstancia cuando la participación significativa fuese adquirida por persona interpuesta⁽⁷⁷⁾, y por la que la CNMV extiende su función controladora sobre los principales partícipes del fondo.

— En cuanto al régimen de transparencia que se impone desde obligaciones de naturaleza informativa cabe mencionar la prevista en el art. 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, conforme a la cual los emisores de valores deben informar al público, en el plazo más breve posible, de todo hecho significativo o relevante entendido como todo aquel que puede influir de forma sensible en su cotización, y ello puesto que desde los arts. 19 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 28 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se contempla en análogos términos para los fondos de inversión inmobiliaria que deberán hacer público cualquier hecho específicamente relevante para la situación o el desenvolvimiento de la institución, mediante su inmediata comunicación a la CNMV, considerando como hechos específicamente relevantes aquellos cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir las participaciones de la institución y, por tanto, que pueda influir de forma sensible en su valor liquidativo⁽⁷⁸⁾.

(76) Desde el art. 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, se viene a establecer que toda persona que pretenda adquirir una participación significativa en una empresa de servicio de inversión debe informar a la CNMV, y además, a diferencia del régimen de mera transparencia y notificación de los cambios de las participaciones que se le aplica a los fondos de inversión inmobiliaria, prevé la posibilidad de que la CNMV pueda oponerse a la adquisición de la participación si no considera que dicho adquirente es idóneo.

(77) En efecto, desde el art. 29 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se viene a efectuar una remisión al plano normativo del mercado de valores, al indicarse que el deber de comunicación que tiene la gestora del fondo sobre la identidad de la adquisición de participaciones significativas que se produzca por persona interpuesta surgirá cuando tuviese conocimiento de ella “*de acuerdo con las normas aplicables a las entidades que actúan en los mercados de valores*”, y de esta forma en base a la aplicación del art. 69.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, que establece que se entenderá que existe una relación de control siempre que se den alguno de los supuestos contemplados a su vez en el art. 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y por la que se presume finalmente que habrá unidad de decisión cuando concurra alguno de los supuestos contemplados en el art. 42 del C.co.

(78) En particular y en base al art. 28 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se considera que en todo caso será estimado como hecho relevante:

1.º Todo reembolso en los fondos de inversión que suponga una disminución superior al 20 por ciento del patrimonio,

2.º Toda operación de endeudamiento, desde el momento en que implique que las obligaciones frente a terceros excedan del 5 por ciento del patrimonio de la institución de inversión colectiva.

3.º La sustitución de la sociedad gestora o del depositario de fondos de inversión, así como los cambios que se produzcan en el control de la primera.

4.º Todas aquellas decisiones que den lugar a la obligación de actualizar los elementos esenciales del folleto informativo.

— En cuanto a la transparencia financiera, perseguida en el mercado de valores con respecto a las empresas de servicios de inversión mediante el régimen de información pública y periódica referida en el art. 70 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, resulta contemplada en análogos términos para los fondos de inversión inmobiliaria. Esta circunstancia se debe a la obligación que pesa sobre la sociedad gestora del fondo de publicar para su difusión entre los partícipes y el público en general un folleto completo⁽⁷⁹⁾ —al cual a través de la vía de la remisión legislativa

(79) En base a los arts. 17.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 22 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se establece que el folleto completo, además del reglamento de gestión del fondo que incorporará como anexo (el contenido del citado reglamento viene, a su vez, especificado en los arts. 9 y 10 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), deberá contener:

- a) La identificación de la institución de inversión colectiva, del depositario y, en su caso, de la gestora y el promotor.
- b) La fecha de constitución de la institución de inversión colectiva y de la gestora, así como su duración si esta es limitada.
- c) La indicación de otras instituciones de inversión colectiva gestionadas por la sociedad gestora, en su caso.
- d) Una declaración en la que se indique que el último informe anual y el informe trimestral publicados podrán obtenerse gratuitamente, previa solicitud, antes de la celebración del contrato y que, tras la celebración del contrato, los sucesivos informes anual y semestral se obtendrán gratuitamente, salvo renuncia expresa; además, podrá obtenerse el informe trimestral, previa solicitud.
- e) La indicación, en su caso, de la existencia de clases de participaciones, así como el régimen aplicable.
- f) La indicación relevante para el partícipe sobre el régimen fiscal aplicable a la institución de inversión colectiva y al propio partícipe, incluyendo una referencia a las posibles retenciones.
- g) La fecha de cierre de las cuentas anuales de la institución de inversión colectiva.
- h) La identidad de los auditores.
- i) La identidad y funciones de la sociedad gestora, de sus miembros en los órganos de administración, de dirección y control, así como una mención de las principales actividades ejercidas por estas personas fuera de la sociedad gestora cuando sean significativas en relación a ésta.
- j) La indicación del capital social de la sociedad gestora.
- k) La indicación, en su caso, de los mercados o sistemas en que las participaciones se negocien.
- l) Una descripción de los objetivos de inversión de la institución de inversión colectiva, incluidos el índice de referencia, si existiera, y los objetivos financieros y de rentabilidad, los de política de inversión y sus límites, una evaluación del perfil del riesgo, así como las técnicas, instrumentos y posibilidades de endeudamiento susceptibles de ser utilizados en la gestión de la institución de inversión colectiva.
- m) Los planes especiales de inversión ofrecidos a los inversionistas, duración del plan, cuantía de la comisión, normas de preaviso para su cancelación, causas de terminación por la sociedad gestora, garantías que se obtengan de las instituciones financieras, normas especiales de información y demás circunstancias de los planes.
- n) Información comercial, señalando la forma de suscribir o reembolsar las participaciones, en su caso, el volumen máximo, que podrá alcanzar el total de participaciones propiedad de un mismo inversor, la fecha y forma de distribución de los dividendos de las participaciones cuando proceda, identificación del valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos e indicación de la hora límite diaria para la aceptación de órdenes de suscripción y reembolso de participaciones y la frecuencia con que se publicará el valor liquidativo y lugar o forma de consultarse.
- ñ) Información sobre las sociedades de asesoría, incluidos los asesores de inversión externa, que actuarán siempre bajo contrato.
- o) El perfil del tipo de inversor al que va dirigida la institución de inversión colectiva.
- p) Inclusión de todos los gastos y comisiones posibles.
- q) La evaluación histórica de la institución de inversión colectiva, efectuando una declaración expresa de que dicha evolución no constituye un indicador de resultados futuros.

al ámbito del mercado de valores le será de aplicación lo previsto en los arts. 27 y 92 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores⁽⁸⁰⁾—, así como un folleto simplificado⁽⁸¹⁾, un informe anual⁽⁸²⁾, un informe semestral y dos informes trimestrales⁽⁸³⁾, con el fin de que, de forma actualizada, sean públicamente conocidas todas las circunstancias que pueden influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución. Pero también tal situación se corresponde con el deber que detenta el fondo de inversión inmobiliaria de procurar información adicional a la CNMV, a efectos de la determinación del patrimonio que integra la institución (Circular 2/2008, de 26 de marzo, de la CNMV)⁽⁸⁴⁾.

(80) En efecto, a través de la técnica de la remisión al plano normativo del mercado de valores el legislador exige que el folleto completo tenga que ajustarse a lo establecido en los arts. 27 y 92 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y por ello le obliga a que el contenido de la información suministrada contenga unos requisitos mínimos que serán verificados por la CNMV, y a que resulte posteriormente inscrito en el registro oficial de folletos supervisado por el órgano rector del mercado de valores, al que el público tendrá libre acceso.

(81) En base a los arts. 17.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 23 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se establece que el folleto simplificado contendrá, de forma resumida, información sobre la institución, sobre los objetivos del fondo, sobre la política de inversión —con una breve evaluación del perfil de riesgo del fondo— y sobre la política de inversión, de tal forma que el inversor conozca con precisión a qué categoría de las previstas en desarrollo del último párrafo del apartado 2 del art. 30 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, pertenece la institución de inversión colectiva, así como la evaluación histórica de su rentabilidad, el perfil del tipo de inversor al que va dirigida la institución, e información económica y comercial.

(82) En base a los arts. 17.4 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 24 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se establece que el informe anual deberá contener las cuentas anuales y el informe de gestión, las conclusiones de las auditorías de cuentas, información sobre el estado del patrimonio, el número de participaciones en circulación, el valor patrimonial neto por participación, la cartera de valores, la indicación de los resultados generados en los activos de la institución de inversión colectiva en el período de referencia, el cuadro comparativo relativo a los últimos tres ejercicios y que incluya, para cada ejercicio, el valor liquidativo y el valor patrimonial neto por participación, así como la indicación de todos los gastos de la institución expresados en términos de porcentaje sobre el patrimonio del fondo.

(83) En base a los arts. 17.5 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 25 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se establece que los informes trimestral y semestral contendrán informaciones sobre el estado del patrimonio, número de participaciones y acciones en circulación, valor neto de inventario por participación, cartera de títulos, movimientos habidos en los activos de la institución, cuadro comparativo relativo a los tres últimos ejercicios y cualquiera otra que se establezca reglamentariamente.

(84) Diversos preceptos permiten a la CNMV solicitar información adicional adecuada al ejercicio de su actividad supervisora. En este sentido se encuentran el artículo 21 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, que habilita a la CNMV para solicitar a las instituciones de inversión colectiva la información adicional que estime necesaria en orden al ejercicio de sus respectivas competencias; el artículo 15.3 del Real Decreto 775/1997, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación, que habilita a la CNMV para solicitar a las sociedades tasadoras cuanta información resulte adecuada para el ejercicio de sus competencias; o el artículo 88 de la Orden ECO/805/2003, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y determinados derechos para ciertas finalidades financieras, que establece que se podrá exigir cualquier otra documentación que sea exigida en función de la

4. Vinculación al principio de profesionalidad de los intermediarios financieros

Un cuarto principio rector del derecho del mercado de valores que encuentra su proyección en la normativa reguladora de los fondos de inversión inmobiliaria al constituirse por la condición de intermediario financiero de aquél como un objetivo de la política legislativa a seguir es el que impone la profesionalidad de los intermediarios que actúan en él desde la exigencia de un conjunto de requisitos en su estructura y en el desarrollo de sus funciones, o dicho de una forma más acomodada a las directivas y a nuestra normativa vigente, unas exigencias de acceso a la actividad y de ejercicio de ésta ⁽⁸⁵⁾.

A) Exigencia de requisitos en la estructura de los FII y en el desarrollo de sus funciones

En aras de proyectar el principio de política legislativa de profesionalidad de los intermediarios en el mercado de valores, el legislador reivindica para los fondos de inversión inmobiliaria el deber de acogerse al cumplimiento de unos requisitos tanto en relación con la estructura organizativa inicial exigida para dar comienzo a la actividad como en atención al posterior desarrollo de ésta, en los mismos términos que se le demandan a los intermediarios desde la normativa reguladora del mercado de valores. Esta identidad —reflejo, una vez más, de la intención del legislador de querer tratar desde su regulación normativa a los fondos de inversión inmobiliaria como intermediarios financieros pertenecientes al sector del mercado de valores— queda constatada en el hecho de que:

1.º En relación con las condiciones requeridas para el acceso a la actividad, la exigencia proclamada desde el mercado de valores para sus operadores basada en el sistema de autorización sobre el proyecto de constitución que pasa por tres fases, esto es, la autorización administrativa (arts. 66.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 12 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), la constitución privada mediante elevación a escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil (arts. 66.6 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 12.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero) y la inscripción en el Registro administrativo de la CNMV (arts. 66.6 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 12.3

normativa específica. Así pues, haciendo uso de las habilitaciones comentadas, y teniendo en cuenta los nuevos avances tecnológicos, la CNMV considera oportuno, en aras de una mayor eficiencia, solicitar determinada información contenida en los informes de tasación a través del nuevo Sistema CIFRADO/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV, de 15 de septiembre de 2006, dada su necesidad para determinar el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias o para enlazarla con la remitida por ellas, como por ejemplo: el porcentaje de obra ejecutada en los inmuebles en fase de construcción o el número secuencial dado al inmueble según los criterios establecidos por la CNMV.

⁽⁸⁵⁾ Sobre el citado principio de profesionalidad en el mercado de valores *vid.* TAPIA HERMI-DA, A.J., *Derecho del mercado de valores...*, *op. cit.*, p. 26.

del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), y en la que la resolución se produce de forma notificada y motivada (arts. 66.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 12.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero) en atención al cumplimiento de unos requisitos estructurales, en atención a la forma, al objeto y al capital [arts. 67.2.a), b) y d) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores 14.1.a), b) y d) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero], así como funcionales, en base a la tenencia de un consejo de administración que reúna los requisitos de honorabilidad y profesionalidad, de buena organización administrativa, contable y medios humanos, así como la tenencia de un reglamento interno de conducta y la participación en el fondo de garantía de inversiones [arts. 67.2.e), f), h), i) y j) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y 14.1.e), f), g) y h) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero], resulta repetida en similares términos, y con la necesaria adaptación a la compleja estructura organizativa que exigen los fondos de inversión inmobiliaria, tanto para la organización del propio fondo como para su sociedad gestora y la depositaria.

En efecto, en primer término con respecto al sistema de organización del propio fondo, se prevé un sistema de autorización sobre el proyecto de constitución que pasa idénticamente por las tres citadas fases. Estas son: la autorización administrativa del proyecto, la constitución privada elevada a escritura pública (con la diferencia de que, para este caso, la inscripción en el Registro Mercantil es potestativa), así como la inscripción en el registro administrativo de la CNMV (arts. 10 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 8 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Además, análogamente a lo establecido para las empresas de servicios de inversión, la resolución también se produce de forma notificada y motivada (arts. 10.3 y 4 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre y 8.2 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) en atención al cumplimiento de unos requisitos estructurales, en atención a la forma, al objeto y al capital (art. 11 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre), así como funcionales, en base a la acreditación para los que desempeñen cargos de administración o dirección de honorabilidad y profesionalidad (art. 10.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre), además del cumplimiento de unos requisitos especiales, dada la distinta forma organizativa que ostenta, basados en la tenencia de un reglamento de gestión y un número mínimo de partícipes, así como en la designación de una sociedad gestora y una entidad depositaria (arts. 11 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 9 y 10 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

Con respecto a la sociedad gestora del fondo de inversión inmobiliaria, vuelven a repetirse aquellas circunstancias requeridas con respecto a los operadores del mercado de valores para el acceso a la actividad. Esta circunstancia se manifiesta en que se continúa basando en el sistema de autorización sobre el proyecto de constitución integrado por la autorización administrativa, la constitución privada mediante elevación a escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil y la inscripción en el Registro administrativo de la CNMV (art. 41 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre). Pero además, puesto que nuevamente la resolución que permite acceder al desarrollo de la actividad sigue las pautas del Mercado de Valores al tenerse que otorgar de forma notificada y motivada (arts. 41.2 y 42 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre) en base a la observancia de unos requisitos estructurales, en atención a la forma, al objeto y al

capital [art. 43.1.a), b) y e) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre], así como funcionales, en atención a la presencia de un consejo de administración que reúna los requisitos de honorabilidad y profesionalidad (arts. 43.1 y 41.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre), de buena organización administrativa y contable y adecuados medios humanos [arts. 41.2 y 43.1.i) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 73 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre], además de por exigir un reglamento interno de conducta [art. 43.1.j) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre] y la participación en el fondo de garantía de inversiones (art. 74 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

Por último, y en atención pues a la entidad depositaria, el legislador también viene a reconocer para el acceso a la actividad en base al art. 59 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, el sistema de autorización ya comentado, así como su resolución de forma motivada y notificada en atención a la observancia de los requisitos de honorabilidad y profesionalidad para los que ostenten cargos de administración o dirección (art. 91.2 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como la exigencia de un reglamento interno de conducta (art. 98.1 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

2.º En atención a las condiciones para el ejercicio de la actividad, las estipulaciones reclamadas desde el mercado de valores para sus operadores basadas en el régimen de modificación de los estatutos o del programa de actividades (arts. 68 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 11 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), el control de las participaciones significativas (art. 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores), así como el sometimiento a una serie de limitaciones en la prestación de su actividad (art. 64 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores) y de obligaciones configuradas en torno al deber de mantener a lo largo de la vida unos requisitos de calidad (art. 70 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores), el compromiso de solvencia sobre la tenencia de recursos propios y el mantenimiento de volúmenes de inversión a bajo riesgo (arts. 70 y 70 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 15 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero de recursos propios de las entidades financieras), así como la carga de naturaleza informativa (art. 70 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores), resultan aplicados en análogos términos al propio fondo, a su sociedad gestora, así como a su entidad depositaria.

Así pues, y en relación en primer término con el fondo, las condiciones de ejercicio de la actividad que resultan de aplicación, en similares términos a las requeridas para los operadores del mercado de valores, se basan en el régimen de modificación del proyecto constitutivo y su reglamento (arts. 12 y 14 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre), el control de sus participaciones significativas (arts. 22 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 29 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como el sometimiento a una serie de limitaciones en la prestación de su actividad (arts. 35 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 56.2, 4 y 5 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) y de obligaciones configuradas en torno al deber de mantener a lo largo de la vida unos requisitos de calidad (art. 11 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre), el

compromiso de solvencia sobre la tenencia de coeficientes de liquidez y de diversificación de riesgos (arts. 36 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 60 y 61 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como la carga de naturaleza informativa (arts. 17 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 21 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

En segundo término, y pronunciándonos de tal modo sobre las sociedades gestoras del fondo, la identidad que detentan con respecto a las condiciones de ejercicio de la actividad requeridas para los operadores del mercado de valores queda evidenciada nuevamente en las exigencias basadas en el régimen de modificación de los estatutos (arts. 44 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre y 78 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), el control de las participaciones significativas [arts. 43.1.g) y 45 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 79 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre], así como el sometimiento a una serie limitaciones en la prestación de su actividad (arts. 43.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 65, 68, 72 y 82 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre] y de obligaciones configuradas en torno al deber de mantener a lo largo de la vida unos requisitos de calidad (arts. 65.2 y 70 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores), el compromiso de solvencia sobre la tenencia de recursos propios y diversificación de riesgos (art. 71 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 70 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como la carga de naturaleza informativa (arts. 65.2 y 70 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores).

Por último, y ya pues con respecto a las entidades depositarias, el legislador también viene a exigirles como condiciones del ejercicio de su actividad el cumplimiento tanto de unas limitaciones (art. 58.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre) como de una serie de obligaciones (art. 62.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

5. Vinculación al principio de apelación al ahorro público

Como quinto y último principio rector del derecho del mercado de valores se encuentra el de apelación al ahorro del público. Se trata del principio por el que, en definitiva, se deben establecer unas cautelas jurídicas para fenómenos de intercambio de bienes heterogéneos que llevan implícito un componente de notable de riesgo. Ello es así porque el inversor que acude a la solicitud de ahorro está intercambiando dinero por promesas de beneficios basadas sobre proyectos económicos futuros. El derecho no pretende que tales promesas resulten absolutamente seguras, sino que se limita a establecer los mecanismos jurídicos para que, partiendo de datos disponibles que aporta el sujeto que apela al ahorro público, la promesa derivada del proyecto económico futuro sea verosímil.

Desde el ámbito de los fondos de inversión inmobiliaria, también se encuentra proyectado este mismo principio de política legislativa previsto desde el ámbito del mercado de valores, al venir a establecerse por el legislador en la regulación normativa de la citada institución cuestiones con las que se pretende procurar aquella misma finalidad de viabilidad. Estas son:

1.º La regulación del régimen (art. 63 del Real Decreto 309/2005, de 4 de noviembre), así como de las participaciones del fondo (art. 7 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 4 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

2.º La exigencia en la comercialización trasfronteriza de las participaciones del fondo de los requisitos previstos en los arts. 15 y 16 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 19 y 20 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

3.º La ordenación de los traspasos de inversiones entre fondos de inversión inmobiliarios o, en su caso, entre compartimentos de un mismo fondo, teniéndose que regir por las disposiciones establecidas en el art. 28 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

4.º La reclamación a los fondos de inversión inmobiliaria de criterios de valoración de los bienes y derechos en los que inviertan, así como el requerimiento de tener que respetar los coeficientes establecidos en el art. 36 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

LOS BILLETES DE LOTERÍA: FUNCIÓN DEL DOCUMENTO, CONSECUENCIAS DE SU PÉRDIDA Y NUEVOS MECANISMOS PARA SU ADQUISICIÓN

DAVID PÉREZ MILLÁN

*Doctor Europeo en Derecho
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

RESUMEN

El artículo estudia la función de legitimación de los billetes de lotería, así como las consecuencias de la pérdida involuntaria de dichos documentos, teniendo en cuenta los nuevos mecanismos para su adquisición. En este sentido, se analiza igualmente la posibilidad de reconocer una función a los billetes respecto a la circulación de los derechos relativos al sorteo, y se valora la oportunidad de extender a los billetes los procedimientos de amortización previstos con relación a determinados títulos-valores. De esta forma, a partir de las funciones que cumplen los billetes, puede determinarse su naturaleza jurídica y el régimen jurídico aplicable en defecto de normativa específica.

Palabras clave: billetes de lotería, títulos-valores, títulos impropios, función de legitimación, adquisición a non domino, procedimientos de amortización, compra on-line.

ABSTRACT

This paper studies lottery tickets' legitimation function as well as the consequences of accidental loss of this kind of documents, taking into account the new procedures available to purchase them. In this regard, this paper also analyses the possibility of acknowledging for lottery tickets a function in the transfer of rights related to the drawing and assesses the adequacy of extending to lottery tickets the cancellation procedures foreseen for certain kinds of securities. Therefore, in view of the functions fulfilled by the tickets it is possible to establish their legal nature and the law applicable in the absence of specific rules.

Key words: lottery tickets, negotiable instruments, legitimation function, acquisition a non domino, cancellation procedures, on-line purchase.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. TÍTULOS-VALORES EN SENTIDO RESTRINGIDO Y DOCUMENTOS AFINES.
 - III. FUNCIÓN DE LEGITIMACIÓN DE LOS BILLETES DE LOTERÍA PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS RELATIVOS AL SORTEO.
 - IV. AUSENCIA DE CUALQUIER FUNCIÓN DE LOS BILLETES DE LOTERÍA RESPECTO DE LA CIRCULACIÓN DE LOS DERECHOS RELATIVOS AL SORTEO.
 - V. CONSECUENCIAS JURÍDICAS EN CASO DE PÉRDIDA INVOLUNTARIA DEL BILLETE.
 - VI. LOS NUEVOS MECANISMOS PARA LA ADQUISICIÓN DE LOS BILLETES.
-

I. INTRODUCCIÓN

Las recientes innovaciones que los billetes de lotería experimentan en cuanto a los medios por los que cabe adquirirlos, y los efectos que estos cambios implican respecto de las condiciones para el pago de los premios, pueden contribuir a aclarar la función que cumplen estos documentos y las consecuencias jurídicas que se derivan de su pérdida involuntaria.

Los billetes de lotería pertenecen a un sector documental a cuyo estudio apenas se ha dedicado la doctrina española: el de todos aquellos documentos afines a los títulos-valores (títulos impropios, documentos de legitimación). Así, la naturaleza jurídica de estos títulos sigue resultando oscura en la doctrina y la jurisprudencia, por lo que frecuentemente las menciones a los mismos no pasan de apuntar con cierta ambigüedad las que pudieran ser sus notas distintivas y citar algunos ejemplos que tradicionalmente se tienen por sus más significados exponentes⁽¹⁾.

Sin embargo, la importancia práctica que en la contratación cobra la predisposición de instrumentos para la identificación del destinatario del cumplimiento justifica la necesidad de delimitar su régimen. Pero, además, el estudio de los documentos semejantes a los títulos-valores, y en particular el de documentos como el billete de

(1) Constituyen excepciones a esta tendencia EIZAGUIRRE, "Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores", *RDBB*, 25 (enero-marzo de 1987), p. 179 ss. (así como las indicaciones contenidas en sus trabajos sobre el Derecho de títulos-valores en general); ARROYO, "Reflexiones en torno a los denominados títulos valores impropios y documentos de legitimación", *RDM*, 210 (1993), p. 1189 ss.; RECALDE, voz "Documento de legitimación y título impropio", *EJB*, t. II, Madrid, 1995, p. 2573 ss.; o más recientemente DE DIOS, *Títulos-valor simples y documentos de legitimación*, Madrid, 2003.

lotería, permite contrastar algunas de las soluciones que se defienden en sede de teoría general de los títulos-valores: especialmente, la posibilidad de tutelar una adquisición *a non domino* de los derechos que mencionan ciertos documentos o la oportunidad de extender analógicamente los procedimientos de amortización legalmente previstos para determinados títulos-valores ante la pérdida involuntaria de otros documentos.

II. TÍTULOS-VALORES EN SENTIDO RESTRINGIDO Y DOCUMENTOS AFINES

Cualquier estudio sobre aquellos documentos que comparten algunas de las funciones de los títulos-valores ha de comenzar señalando la existencia de dos conceptos distintos de título-valor. El concepto restringido o latino, con independencia de su concreta formulación, se centra en la especial función circulatoria del documento. Prescindiendo de una terminología tan instalada en gran parte de la doctrina como confusa y variable según los autores, dicha función puede concretarse en las siguientes propiedades normativas⁽²⁾: por una parte, la posibilidad de adquirir *a non domino* el papel y los derechos que menciona siempre y cuando el documento se adquiera conforme a su ley de circulación, a título oneroso, y sin dolo o culpa grave (arts. 545 del CCom o 19 II de la LCCH); por otra parte, la exclusión de las excepciones derivadas de relaciones personales frente a anteriores titulares de los derechos documentados que el deudor no puede oponer a quien adquiere el título de conformidad con el mecanismo de Derecho especial de los títulos-valores y a título oneroso, siempre y cuando en el momento de la adquisición el adquirente no obrase a sabiendas y en perjuicio del deudor (arts. 20 o 67 de la LCCH).

En cambio, el concepto amplio o germánico de título-valor se elabora a partir de la necesidad del documento para el ejercicio del derecho que menciona. Se abarca así un mayor número de documentos; no sólo los títulos-valores con la función circulatoria descrita, sino otros documentos (los llamados títulos directos o *Rektapapiere*) que despliegan su eficacia sobre todo con relación al ejercicio de los derechos documentados, pero a los que, no obstante, se reconoce también una función respecto de la cesión de esos derechos: en la medida en que el título se considera necesario para el ejercicio del derecho que menciona, el deudor no gozaría de la protección prevista con carácter general en la disciplina sobre la cesión ordinaria de créditos y demás derechos incorporales en caso de pago de buena fe al cedente (art. 1527 del CC). Al contrario, el emisor de este tipo de documentos debe cumplir sólo contra presentación del documento, por lo que en caso de pérdida involuntaria del título se ha de recurrir a un procedimiento de amortización, que cuando no ha sido expresamente previsto resulta

(2) El abandono de expresiones tales como *autonomía*, *literalidad* o *abstracción* por fórmulas más asépticas se verifica desde hace tiempo en nuestra literatura sobre títulos: *cfr.* EIZAGUIRRE, "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", *RDM*, 163 (1982), p. 43 ss.; RECALDE, voz "Título-valor", *EJB*, t. IV, Madrid, 1995, p. 6579 ss.; PAZ-ARES, "La desincorporación de los títulos-valor", *RDM*, 219 (1996), p. 11.

aplicable mediante la extensión analógica de alguno de los mecanismos amortizatorios contemplados legalmente⁽³⁾.

En cualquier caso, hay consenso en cuanto a los documentos que integran la categoría más restringida y las propiedades normativas que los distinguen (posibilidad de adquisición *a non domino* y exclusión de excepciones derivadas de relaciones personales). La diferencia más evidente entre ambas posturas consiste, pues, en si únicamente tales documentos se consideran títulos-valores o si, por el contrario, se entiende que se trata más bien de una sola de sus clases (títulos-valores circulantes, de fe pública)⁽⁴⁾. En realidad, la distancia que separa dichas teorías se manifiesta también en las propiedades que los títulos-valores *strictu sensu* compartirían con otros documentos, y así, según la corriente que se examine, se pone el acento en la función de legitimación o en la necesidad del documento para el ejercicio del derecho. No obstante, puede aquí partirse de la sustancial coincidencia en cuanto a los títulos que someterían la circulación de los derechos que mencionan a principios distintos de aquellos que rigen en general la cesión de derechos incorporales, y referirse en lo sucesivo a estos documentos simplemente con la expresión títulos-valores, en el sentido de títulos circulantes o de fe pública, sin que ello signifique optar por el concepto restringido de título-valor, lo que precisaría de una justificación que excede de los objetivos de este trabajo.

III. FUNCIÓN DE LEGITIMACIÓN DE LOS BILLETES DE LOTERÍA PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS RELATIVOS AL SORTEO

Los billetes de lotería documentan derechos de distinta índole según el momento que se considere. Antes de que se celebre el sorteo los billetes mencionan el derecho a participar en él. Con posterioridad, y en la medida en que resulten agraciados, los billetes documentan el derecho al premio correspondiente. Aunque la segunda hipótesis es la verdaderamente relevante a los efectos que aquí interesan, los billetes sirven

⁽³⁾ La exposición actual de esta forma de entender los títulos-valores puede verse en HUECK/CANARIS, *Recht der Wertpapiere*, 12.^a ed., Munich, 1986, §§ 1 I 4 y 5 (hay traducción al español de ALFARO: *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988); ZÖLLNER, *Wertpapierrecht*, 14.^a ed., Munich, 1987, §§ 3 III y IV; o BAUMBACH/HEFERMEHL, *Wechselgesetz und Scheckgesetz*, 22.^a ed., Munich, 2000, WPR Rn. 11 ss.

En la literatura española, EIZAGUIRRE, “La opción por el concepto amplio de título-valor”, en *Estudios jurídicos en homenaje al prof. A. Menéndez*, t. I, Madrid, 1996, p. 1133 ss.; id., “Los valores en papel”, *RDM*, 1998 (229), p. 1033 ss.; id., *Derecho de los títulos-valores*, Madrid, 2003, p. 21 ss.

⁽⁴⁾ En consecuencia pueden encontrarse opiniones tendentes a relativizar la polémica entre ambas posturas: *cf.* ZÖLLNER, *Wertpapierrecht*, *cit.*, § 3 III 4 c, p. 19; y, entre nosotros, RECALDE, voz “Título-valor”, *cit.*, p. 6578.

en cualquier caso para que el deudor pueda identificar a la persona que tiene derecho a la prestación documentada⁽⁵⁾.

La distancia temporal y espacial entre la celebración del contrato y la ejecución de la prestación, unida al desconocimiento del destinatario derivado de la contratación en masa, explican la necesidad para el deudor de preconstituir el billete como instrumento para individualizar a la persona con derecho al cumplimiento. Con otras palabras, los billetes desempeñan una función de legitimación para el ejercicio del derecho que mencionan, y en esa medida pueden calificarse como documentos de legitimación⁽⁶⁾.

Teniendo en cuenta que los billetes se emiten al portador, el supuesto de hecho al que se conecta la eficacia legitimadora del documento consiste exclusivamente en su posesión, sin que sea necesaria la concurrencia de ningún otro elemento. Por otra parte, cabe aprovechar la ambigüedad del término posesión, a fin de entender comprendidos tanto supuestos en que el sujeto legitimado conforme al título ostenta simplemente la tenencia material o posesión inmediata sobre él mismo (como aquellos casos en que el poseedor declare o se demuestre que no ejerce el derecho documentado en nombre propio, p. ej. cuando el cobro se gestiona a través de una entidad de crédito) cuanto supuestos en que dicho sujeto goce sólo de la posesión mediata del documento (como aquellos casos en los que el derecho se ejerce por el depositante de los títulos, p. ej. cuando, según se verá más adelante, el billete permanece en poder del deudor, depositado en nombre y por cuenta de su adquirente).

(5) A efectos de simplificar el discurso se hace referencia genéricamente al deudor sin distinguir a aquellos sujetos a quienes se confía la venta de los billetes y el pago de los premios hasta cierta cuantía. Es decir, no se diferencia, en el caso de la lotería nacional, entre la Entidad Pública Empresarial Loterías y Apuestas del Estado (LAE) y las administraciones de loterías legalmente establecidas, ni entre dichas administraciones y los vendedores autorizados por sus titulares. Desde el punto de vista del adquirente de los billetes y sus relaciones con el deudor, que son las consideradas en este trabajo, que éste actúe directamente o a través de intermediarios no tiene demasiada importancia. No obstante, ha de notarse que en las relaciones internas entre el deudor y los sujetos que integran su red de comercialización el billete cumple también una función con relación a la identificación de los efectivamente vendidos y, en especial, de aquellos que resultan premiados y abonados por la administración de loterías a la hora de reclamar su reembolso. Así, la pérdida involuntaria del billete puede tener también consecuencias en las relaciones entre el deudor y sus agentes comerciales, en términos semejantes a los que serán comentados posteriormente desde la perspectiva de los participantes en el sorteo, como puede apreciarse en el supuesto considerado en la STS de 8 de febrero de 1988, RJ 1988\1976.

(6) En general sobre los documentos de legitimación distintos de los títulos-valores, y las exigencias a las que esos documentos sirven en el contexto de la contratación en masa, por todos, MARTORANO, *Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli cambiari*, Nápoles, 1979, pp. 94 y 95; id., voz "Titoli impropri e documenti di legittimazione", *Enc. dir.*, XLIV, Milán, 1992, p. 657.

No obstante, para no prejuzgar si los billetes de lotería son o no títulos-valores, cabe por el momento entender la expresión *documento de legitimación* simplemente como sinónimo de documento con función de legitimación, por lo que podría englobar también a los títulos-valores: en este sentido se utiliza dicha expresión también en FERRI, "Sul concetto di titolo di credito", *BBTC*, 1956, I, pp. 326 y 327, y nota 15; id., *Le promesse unilaterali. I titoli di credito*, en GROSSO/SANTORO-PASARELLI, *Trattato di diritto civile*, vol. IV, fasc. III/I, Milán, 1972, p. 49; o PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bolonia, 1967, pp. 16, 17 o 182.

La eficacia legitimadora de los billetes beneficia tanto al emisor del documento como al destinatario de la prestación documentada. Al emisor le permite liberarse si cumple de buena fe ante el poseedor del billete, aunque luego se demostrase que éste, en realidad, no tenía derecho a recibir la prestación (arts. 46 III de la LCCH y 1164 del CC). A quien presenta el billete le exonera de probar de otra forma que es el destinatario de la prestación, pues de la posesión del billete se sigue una presunción relativa de la legitimación material a cobrar el premio (art. 19 I de la LCCH), que el deudor ha de contestar si pretende denegar la prestación. En consecuencia, y según la terminología tradicional en la materia, los billetes de lotería son documentos dotados de legitimación activa y pasiva⁽⁷⁾.

A ello apunta la ponderación de los distintos intereses que concurren en la emisión de los billetes. La función legitimadora de estos documentos, como se ha señalado, consiste en facilitar la ejecución de prestaciones que nacen de una contratación en masa. Pero el billete responde a una necesidad de seguridad y rapidez no sólo del deudor, al que se garantiza un pago liberatorio, sino asimismo del legitimado a recibir el premio, al que se dispensa de demostrar de otro modo su derecho, lo que en este caso en concreto entrañaría, por otra parte, especiales dificultades⁽⁸⁾.

Por otra parte, los principios sobre el cumplimiento de las obligaciones en que se apoya la construcción dogmática sobre la eficacia legitimadora de ciertos documentos apuntan en la misma línea: la configuración por el deudor de aquel conjunto de circunstancias objetivas que puede justificar su error al identificar al destinatario de la prestación (legitimación pasiva) le impide, a la inversa, denegar el cumplimiento sin incurrir en responsabilidad ante quien, por esas mismas circunstancias, aparece como legitimado a recibir la prestación, salvo que sea capaz de contestar la presunción a favor de dicho sujeto (legitimación activa)⁽⁹⁾.

(7) En cuanto a la eficacia legitimadora del billete en términos similares a los expuestos puede verse entre nosotros DE DIOS, *op. cit.*, pp. 328-330. En el mismo sentido ha de entenderse el artículo 11 de la Instrucción General de Loterías, aprobada por Decreto de 23 de marzo de 1956 (en adelante IGL), cuando establece que los billetes son “*documentos al portador, por lo que no se reconocerá más dueño de ellos que la persona que los presente*”.

(8) Es más, puede afirmarse que, en general, la predisposición de un instrumento de legitimación para el ejercicio de cualquier derecho interesa y, por consiguiente, afecta siempre a ambas partes de la relación jurídica documentada y, en esta línea, de un tiempo a esta parte la mayoría de la doctrina italiana sostiene que todos los documentos con eficacia legitimadora confieren simultáneamente legitimación pasiva y legitimación activa: BIANCA, *Il debitore e i mutamenti del destinatario del pagamento*, Milán, 1963, p. 300; PELLIZZI, *Principi*, *cit.*, p. 183; MARTORANO, *Lineamenti*, *cit.*, p. 94 ss.; id., voz “*Titoli impropri*”, *cit.*, p. 657 ss.; VALENTINO, *Documenti di legittimazione, titoli impropri e adempimento*, Nápoles, 1988, p. 31 ss.

(9) Se trata, por consiguiente, de un argumento que también permite sostener en general que cualquier documento con función de legitimación despliega su eficacia tanto a favor del deudor como del sujeto legitimado por él. Sobre esta relación entre legitimación pasiva y legitimación activa a partir de sus fundamentos civiles *cfr.* PÉREZ MILLÁN, *Documenti di legittimazione e titoli impropri*, Padua, 2005, pp. 52 ss. y 72 ss.

IV. AUSENCIA DE CUALQUIER FUNCIÓN DE LOS BILLETES DE LOTERÍA RESPECTO DE LA CIRCULACIÓN DE LOS DERECHOS RELATIVOS AL SORTEO

La función del billete se limita únicamente a la identificación del sujeto con derecho a la prestación, sin que pueda reconocerse la vocación circulatoria propia de los títulos-valores. En otras palabras, los billetes comparten con tales documentos la función de legitimación para el ejercicio del derecho documentado, pero no participan, en cambio, de su función en cuanto a la circulación de éste. Por consiguiente, los billetes de lotería no son títulos-valores⁽¹⁰⁾.

Al contrario, un importante sector de nuestra doctrina especializada califica a los billetes de lotería como títulos-valores al portador⁽¹¹⁾. De seguir esta tesis habría de entenderse que el tercero de buena fe y sin culpa grave puede adquirir *a non domino* un

⁽¹⁰⁾ En términos muy similares, BUTTARO, “Del gioco e della scommessa”, en SCIALOJA/BRANCA, *Commentario del codice civile, Libro IV. Delle obbligazioni, art. 1933-1935*, Bologna-Roma, 1959 (reimpresión 1968), p. 259; FUNAIOLI, “Il gioco e la scommessa”, en VASSALLI, *Trattato di diritto civile italiano*, vol. IX, t. II, fasc. 1.^ª, 3.^ª ed. revisada y ampliada, Turín, 1961, pp. 328 y 329; VALSECCHI, voz “Giochi e scommesse” (diritto civile), en *Noviss. Dig. it.*, XIX, Turín, 1970, p. 64, nota 56; id., “Il gioco e la scommessa. La transazione”, en CICU/MESSINEO/MENGGONI, *Trattato di diritto civile e commerciale*, vol. XXXVII, t. 2, 2.^a ed., Milán, 1986, pp. 168 y 169.

Entre nosotros, se niega que los billetes de lotería sean títulos-valores en GARRIGUES, *Tratado de Derecho mercantil*, t. II, Madrid, 1955, p. 72; o ARROYO, *op. cit.*, p. 1231.

Asimismo, en la doctrina italiana sobre títulos en general, v. FERRI, “I titoli di credito”, en VASSALLI, *Trattato di diritto civile italiano*, vol. VI, t. III, Turín, 1950, p. 41; FIORENTINO, “Dei titoli di credito”, en SCIALOJA/BRANCA, *Commentario del codice civile, Libro IV. Delle obbligazioni, art. 1992-2027*, 2.^a ed., Bologna-Roma, 1974, p. 135; VASELLI, *Documenti di legittimazione e titoli impropri*, Milán, 1958, p. 263 ss.; LIBONATI, “Titoli impropri e documenti di legittimazione”, *BBTC*, 1960, II, pp. 229 o 246 (nota 43); id., voz “Titoli impropri e documenti di legittimazione”, *Noviss. Dig. it.*, XIX, Turín, 1973, pp. 363 y 364; VALENTINO, *op. cit.*, p. 62.

Del mismo modo, KUNTZE, *Die Lehre von den Inhaberpapieren oder Obligationen au porteur: rechtsgeschichtlich, dogmatisch und mit Berücksichtigung der deutschen Particularrecht*, Leipzig, 1857, p. 20, los califica como títulos de legitimación privilegiados (*Privilegierte Legitimationspapiere*).

⁽¹¹⁾ EIZAGUIRRE, “La opción”, *cit.*, p. 1164; DE DIOS, *op. cit.*, pp. 328, 331 ss., y sobre todo, 335.

En el mismo sentido, puede verse en Italia ya D’AMELIO, “Del gioco e della scommessa (art. 1933-1935)”, en D’AMELIO/FINZI, *Commentario del codice civile, Libro delle obbligazioni*, vol. II, *Dei contratti speciali*, parte II, Florencia, 1949, p. 378. *Cfr.* asimismo PELLIZZI, *Principi, cit.*, pp. 146 y 158 (aunque en p. 62 se advierte lo controvertido de su pertenencia a la categoría de los títulos-valores).

También en Alemania puede leerse que los billetes de lotería son títulos-valores al portador: BRUNNER, “Die Werthpapiere”, en W. ENDEMANN, *Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts*, II, Leipzig, 1882, p. 204; COHN, en W. ENDEMANN, *Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts*, III, Leipzig, 1885, p. 58 (si bien sólo en caso de dudas, y advirtiendo que ha de examinarse en concreto cada billete); RÖNNBERG, “Zulässigkeit und praktische Bedeutung des Aufgebotsverfahrens bei Verlust von Lotterielosen”, *ZHR*, 70 (1911), p. 234 ss. (aunque igualmente se advierte de que dicha conclusión no puede generalizarse); J. V. GIERKE, *Das Recht der Wertpapier*, Colonia-Berlín, 1954, pp. 2 y 5; y aparentemente HUECK/CANARIS, *Recht der Wertpapiere*, 12.^a ed., Munich, 1986, §§ 1 II 1 y 5.

billete de lotería y los derechos que menciona (art. 545 del CCom)⁽¹²⁾. A fin de justificar esta conclusión se alude a la función circulatoria que los billetes de lotería cumplirían, habida cuenta de la existencia de un mercado en torno a este tipo de documentos por interés del emisor en la difusión de los billetes⁽¹³⁾. Sin embargo, es dudoso que la mera existencia de un mercado sobre ciertos documentos pueda llevar a su calificación como títulos-valores, y tampoco parece que quepa hablar con rigor de un mercado de billetes de lotería.

En primer lugar, la tipicidad que de acuerdo con el ordenamiento español informa la creación de títulos-valores impide que los particulares constituyan nuevos tipos de documentos distintos de los legalmente previstos (cierre tipológico, *numerus clausus*)⁽¹⁴⁾. Precisamente las especialidades del régimen traslativo de los títulos-valores, y en concreto la posibilidad de adquisición *a non domino* de los derechos que el documento menciona, por cuanto constituye una desviación respecto de la normativa de

De forma semejante, en la literatura suiza v. JÄGGI, “Die Wertpapiere”, en *Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch*, vol. V, *Obligationenrecht*, 7.ª parte, 1959, p. 145 (sólo para la conclusión puede verse también en JÄGGI/DRUEY/VON GREYER, *Wertpapierrecht*, p. 89), por la dificultad de imaginar que el primer adquirente de los billetes pueda exigir el cumplimiento con otros medios de prueba.

Incluso algunos autores consideran los billetes de lotería documentos análogos a la carta-valor: CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milán, 1977, p. 585; conf. MACCARONE, “Documenti di legittimazione e titoli impropri”, *Dir. banc.*, 1988, I, p. 309. Una solución semejante puede verse, entre nosotros, en RUBIO, *Derecho cambiario*, 1973, p. 25.

(12) Así, DE DIOS, *op. cit.*, p. 332. En WIEDEMANN, *Wertpapierrecht*, 6.ª ed., Munich, 1994, pp. 172 y 173, se llega a defender la adquisición por ocupación del billete de una tómbola, encontrado después de que quien lo compró se deshiciera del mismo por creer erróneamente que no estaba premiado. Esa afirmación, sin embargo, no puede compartirse ni siquiera para los títulos-valores: v. PAZARES, “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, en MENENDEZ (dir.), *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, Madrid, 1986, pp. 182 y 183, y la doctrina comparada que allí se cita.

(13) DE DIOS, *op. cit.*, p. 325, donde se alude a un mercado “irregular” de billetes de lotería generado por vía consuetudinaria, así como p. 327, donde se considera al billete “un auténtico instrumento de mercado”. Un planteamiento similar cabe ya apreciar en RÖNNBERG, *op. cit.*, p. 236 ss., en especial p. 239.

En EIZAGUIRRE, “La opción”, *loc. cit.*, se apela a la IGL, en tanto califica a los billetes como “documentos al portador”. No puede compartirse, sin embargo, que la mera forma de legitimación al portador sirva para calificar un documento como título-valor. En particular, respecto del billete de lotería, podrá comprobarse cómo la emisión al portador no persigue facilitar la circulación. En general, sobre el peligro de equiparar documentos al portador y títulos-valores al portador, *cf.* HECK, *Grundriß des Schuldrechts*, Tubinga, 1929, § 139, p. 409; LOCHER, *Das Recht der Wertpapiere*, Tubinga, 1947, pp. 60 y 61, donde a la forma de legitimación al portador se añade como requisito para concluir que se está ante un título-valor la destinación del documento a la circulación, y se ponen como ejemplos de documentos al portador que no serían títulos-valores los billetes de transporte de personas o las entradas a espectáculos públicos.

(14) Sobre la tipicidad en materia de títulos-valores que caracteriza al ordenamiento español, puede verse, por todos, EIZAGUIRRE, “Bases”, *cit.*, pp. 104 y 105, nota 362; *id.*, “Los valores”, *cit.*, pp. 1073 y 1074; RECALDE, *El conocimiento de embarque y otros documentos del transporte. Función representativa*, Madrid, 1992, pp. 349 y 350; *id.*, voz “Título-valor”, *cit.*, p. 6581. *Cfr.*, DE DIOS, *op. cit.*, p. 261.

Derecho común sobre cesión de créditos y demás derechos incorporeales, explica que no puedan crearse con apoyo en la autonomía de la voluntad nuevos instrumentos que consientan la transmisión de derechos conforme a esa disciplina de Derecho especial.

Incluso aunque se defendiese la posibilidad de una tipificación social de nuevos títulos-valores, la misma no podría derivarse simplemente de la verificación de un mercado sobre ciertos documentos. No cabe, en este sentido, concretar con carácter general la función circulatoria de los títulos valores en la movilización de la riqueza que supone la existencia de un mercado, pues los títulos-valores se distinguen sólo por aquella circulación alcanzada gracias a las garantías que prevé la normativa de los títulos-valores⁽¹⁵⁾. No en vano, aunque puede hablarse de un mercado de documentos como las pólizas de seguro, ello no implica que se trate de títulos-valores⁽¹⁶⁾.

Ni siquiera puede compartirse que el emisor de los billetes de lotería esté interesado en establecer un mercado en torno a estos documentos y los derechos que representan. Quienes defienden la existencia de un mercado sobre los billetes de lotería por el interés del deudor en su difusión parecen referirse a los billetes no premiados, y desde luego resulta difícil de imaginar que se intente favorecer la negociación de los premios, que en la práctica se produce por motivos espurios.

Es más, el interés en la difusión de los billetes no justifica la existencia de un mercado sobre estos documentos, sino más bien lo contrario: si se persigue la venta del mayor número posible de billetes el emisor estará interesado en que los billetes se adquieran a través de sus propios canales de distribución, no en que los billetes vendidos circulen de unos jugadores a otros⁽¹⁷⁾. La emisión al portador no responde a la finalidad de configurar un instrumento capaz de circular, sino simplemente se debe a la necesidad de facilitar al deudor el control sobre los sujetos legitimados a recibir los premios⁽¹⁸⁾; se pretende simplificar y asegurar la legitimación, no la circulación⁽¹⁹⁾.

(15) Cfr. PELLIZZI, "Il nuovo concettualismo (Replica a una critica in tema di fattispecie del titolo di credito)", *Giur. comm.*, 1978, I, pp. 857 y 858; id., "L'unità dei titoli di credito", *Riv. dir. civ.*, I, 1979, p. 22; MARTORANO, *Lineamenti, cit.*, pp. 66 y 67; id., *Titoli di credito*, 3.ª ed., Milán, 1997, p. 28; OPPO, "Diritto cambiario, diritto cartolare, diritto comune: una discussione sul titolo di credito", *Riv. dir. civ.*, 1979, II, p. 187; id., voz "Titoli di credito", *Enc. giur. it.*, XXXI, Roma, 1994, p. 12.

(16) Al respecto, incluso desde posiciones favorables a considerar el mercado como criterio para determinar si un determinado documento ha de calificarse como título-valor, v. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Lezioni*, 2.ª ed. revisada y actualizada, Turín, 1994, p. 90; o PAVONE LA ROSA, "Titoli 'atipici' e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa", *Riv. soc.*, 1982, II, pp. 717 y 718.

(17) F. ENDEMANN, *Beitrag zur Geschichte der Lotterie und zum heutigen Lotterierechte*, Bonn, 1882, p. 142.

(18) KUNTZE, *op. cit.*, pp. 19 y 20.

(19) F. ENDEMANN, *op. loc. cit.*

De hecho, conforme a la regulación española al respecto, la venta de billetes se confía en exclusiva a sujetos autorizados⁽²⁰⁾, y se prohíbe expresamente la reventa con sobreprecio⁽²¹⁾.

En definitiva, el tráfico de los derechos que el billete menciona resulta fuertemente limitado, de manera que puede afirmarse que se trata de un hecho marginal en la economía de la relación jurídica documentada. Por tanto, no hay motivo para entender que el adquirente del billete merece una tutela distinta que la ofrecida por la normativa sobre la cesión ordinaria de créditos, en el sentido de que no puede reconocérsele en ningún caso la posibilidad de adquirir *a non domino* los derechos que el billete documenta. Incluso cabe dudar de que el billete constituya un instrumento con el que se facilite la cesión de los derechos relativos al sorteo, de suerte que con su emisión deje de aplicarse la protección que el régimen de la cesión ordinaria depara al deudor cedido que cumple frente al cedente desconociendo la cesión (art. 1527 del CC).

Así, ante ciertos documentos en los que no se designa al destinatario de la prestación documentada, se plantea la posibilidad de que el cesionario de los derechos documentados resulte exonerado de notificar la cesión⁽²²⁾. Al respecto, hay que distinguir entre que el documento por su forma de legitimación facilite de hecho la cesión y que el billete haya sido predispuesto a tal fin de modo que el cesionario en posesión del título no tenga que probar su derecho con otros medios ni notificar al deudor cedido la cesión para evitar un pago liberatorio al cedente. La diferencia se traduce en que en el primer supuesto, si se demuestra que otro sujeto adquirió originariamente el billete, el presunto cesionario habrá de probar la transmisión a su favor, y el deudor resultará liberado si paga desconociendo la cesión al cedente desprovisto del billete (art. 1527 del CC). En cambio, si el billete se considera un documento predispuesto para la cesión, el poseedor del billete no ha de demostrar la transmisión, y quien se oponga al cumplimiento no sólo debe demostrar que no se trata del destinatario originario de la prestación, sino asimismo que no le ha sido cedido el derecho documentado. Sólo en esta segunda hipótesis tiene sentido que deje de aplicarse la protección que depara al deudor el régimen sobre la cesión ordinaria de créditos, en la medida en que la apariencia histórica a favor del legitimado originario a recibir la prestación (art. 1527 del CC), como consecuencia de la emisión de un instrumento predispuesto para la circulación,

(20) *La venta de billetes sólo podrá efectuarse en las Administraciones de Loterías legalmente establecidas, cuyos titulares, si lo estiman necesario, podrán valerse de vendedores autorizados que exclusivamente dependan de los mismos, en la forma que determinan los artículos 186 al 192 de la Instrucción* (art. 8 IGL).

(21) *Considerada la Lotería Nacional como un servicio explotado por la Administración, y sus billetes como efectos estancados, se declara prohibida la reventa de los mismos con sobreprecio, castigándose esa reventa con arreglo a la legislación vigente en materia de contrabando y defraudación* (art. 2 IGL).

(22) En general, *cfr.* BIANCA, *Il debitore*, cit., pp. 176 y 302; LIBONATI, voz “Titoli impropri”, cit., p. 364.

resulta sustituida por la apariencia documental a favor del poseedor del título según su forma de legitimación (arts. 1164 del CC, 19 II y 46 III de la LCCH)⁽²³⁾.

Teniendo en cuenta las importantes restricciones a la transmisibilidad de los billetes, que responden a la falta de interés por parte del emisor en la negociación de estos documentos al margen de sus canales de distribución, parece más bien que puede concluirse la ausencia de cualquier función circulatoria de los billetes.

V. CONSECUENCIAS JURÍDICAS EN CASO DE PÉRDIDA INVOLUNTARIA DEL BILLETE

En caso de extravío, sustracción o destrucción del billete no están suficientemente claras las consecuencias para el sujeto que se ve desprovisto del título. Los reglamentos de lotería suelen disponer que el pago de premios se realice únicamente al poseedor del billete, sin admitir ningún otro equivalente⁽²⁴⁾.

Sin embargo, no parece razonable que en todo caso la pérdida involuntaria del título, al menos respecto de los billetes agraciados, comporte la pérdida del derecho documentado, aunque las dificultades probatorias consiguientes puedan complicar hasta tal punto el cobro que en la práctica se alcance frecuentemente un resultado similar. De ahí que se hayan intentado encontrar mecanismos que permitan reclamar el premio al sujeto que afirma la pérdida involuntaria del billete.

⁽²³⁾ Sobre la relación entre la posibilidad de que un documento legitime a su poseedor cualificado como cesionario de los derechos documentados y la exclusión de la tutela para el deudor que cumple frente al cedente desconociendo la cesión v. PÉREZ MILLÁN, *op. cit.*, p. 157 ss., y en particular respecto de los documentos que no designan al destinatario de la prestación, pp. 164 y 165. En torno a la sustitución de la apariencia histórica por la apariencia documental como consecuencia de la emisión de documentos destinados o predispuestos a la circulación, BIANCA, *op. cit.*, pp. 170, 171, 175, 288, 289 y 298. Para el origen de las expresiones “apariencia o legitimación histórica” y “apariencia o legitimación documental”, HECK, *op. cit.*, § 66, pp. 200 y 201, así como § 135, p. 403, para la sustitución de una por otra en presencia de títulos circulantes (*Zirkulationspapiere*).

⁽²⁴⁾ Y así puede leerse: *No se satisfará premio alguno sin la previa presentación del billete o fracción que lo obtenga, cuyo documento no podrá ser reemplazado ni sustituido de ningún modo* (art. 18 IGL); o *Al satisfacer los premios recogerán los Administradores la fracción o fracciones de billetes que los hayan obtenido, estampando en el acto, y en el anverso de cada una, el sello de ‘Pagado’, señal que los invalida para todo otro efecto que no sea justificar la data de su importe en cuenta; entendiéndose, como consecuencia de esta prescripción, que en ningún caso, ni por pretexto alguno, deberán satisfacerse los premios que se reclamen sin la entrega del billete o fracción correspondiente* (art. 286 IGL).

De forma semejante se expresan los Reglamentos de los sorteos de la ONCE (*cfr*: Resolución de 30 de enero de 2006, de la Secretaría de Estado de Servicios Sociales, Familias y Discapacidad por la que se dispone la publicación de los textos refundidos de dichos Reglamentos (BOE de 24 de febrero de 2006), cuyas modificaciones, aunque no inciden en el régimen de los billetes, pueden consultarse en la página web de la Organización) tanto respecto del cupón premiado, del que se afirma que “es pagadero al portador contra su presentación y entrega, no pudiendo sustituirse por ningún otro documento o testimonio” o que se trata del “único documento válido para acreditar el premio” (art. 39), así como respecto del boleto de “El Combo”, respecto del que se contemplan previsiones similares (*Cfr*: art. 34.1 y 2).

Así, una parte de la doctrina, en desarrollo de planteamientos sobre los títulos-valores en general, defiende la extensión por analogía de los procedimientos amortizatorios previstos legalmente para ciertos títulos-valores⁽²⁵⁾. Para otros autores, aunque el sujeto desprovisto involuntariamente del billete no pierde automáticamente su derecho, tampoco puede recurrir a un procedimiento de amortización, pero se admite que se oponga al pago, provocando su suspensión, y que obtenga una sentencia que verifique su derecho tanto en el caso de que quien ha sustraído o encontrado el billete haya reclamado el pago (el titular desposeído tendría derecho a la restitución del billete o, en su defecto, a hacer valer directamente la sentencia en lugar del documento), como en el caso de que nadie se haya presentado a exigir el premio⁽²⁶⁾.

Una evolución en el sentido de admitir el pago sin billete se ha experimentado también en la jurisprudencia al respecto de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo. En un principio, a partir de la consideración de los billetes de lotería como títulos al portador y valores del Estado, se sostenía, con apoyo en el tenor literal de la normativa sobre loterías, que la presentación del billete resultaba imprescindible para el cobro del premio, aunque la cláusula por la que la presentación del billete devendría imprescindible se calificase como “exorbitante” (*cf.*: SSTS de 26 de mayo de 1964, RJ 1964\2313; de 3 de julio de 1967, RJ 1967\2891; de 2 de abril de 1983, RJ 1983\1903). Sin embargo, posteriormente se ha consolidado la doctrina según la cual es posible reclamar el premio, aun habiendo perdido el billete, siempre y cuando, por una parte, se pruebe la adquisición del título, y por otra haya transcurrido el plazo para el cobro del premio correspondiente, aunque esta solución se defienda a partir de argumentos tan vagos como la equidad o el evitar lo que se considera un

(25) EIZAGUIRRE, “La opción”, *loc. cit.*, que extiende a los billetes de lotería el procedimiento de amortización previsto para ciertos títulos al portador conforme al artículo 547.1.º del CCom. En DE DIOS, *op. cit.*, p. 335, nota 659, se defiende la aplicación del procedimiento de los artículos 84 ss. de la LCCH, por entenderlo más adecuado a documentos con vencimiento a corto o medio plazo, como sería el caso de los billetes de lotería.

Se trata de una solución defendida desde hace tiempo para otros ordenamientos, pese a las cláusulas que con frecuencia incluyen las normas sobre la lotería y que incluso se reproducen en los billetes. Puede verse así RÖNNBERG, *op. cit.*, p. 44 ss. *Cfr.*: también JACOBI, “Zum Aufgebot von Lotterielosen”, *ZHR* 72 (1912), p. 44 ss., donde esta conclusión se admite, sin embargo, sólo en caso de dudas, y se defiende atender a los usos de comercio para determinar si las cláusulas que exigen la presentación del billete excluyen o no la posibilidad de amortización (p. 48).

En el caso de la lotería nacional española está prevista la anulación de los billetes perdidos antes de su venta al público [art. 10 IGL, modificado por la disposición adicional 9.ª a) del RD 1082/1985 de 11 de junio]. Pese a contemplarse la publicación en el BOE para que la anulación surta efectos, no se articula un mecanismo de oposición por parte de los eventuales adquirentes de los billetes perdidos. Es más, los billetes resultan anulados desde la publicación, y ha de tenerse en cuenta, como se ha señalado, que éstos sólo pueden adquirirse de las administraciones de loterías legalmente establecidas o de los vendedores autorizados por los titulares de éstas.

(26) BUTTARO, *op. cit.*, pp. 260 y 261; FUNAIOLI, *op. cit.*, p. 329; VALSECCHI, “Il gioco e la scommessa”, *cit.*, p. 169.

De hecho, los reglamentos sobre loterías prevén la posibilidad de suspender el pago del premio por orden judicial en caso de billetes objeto de litigio [art. 21 IGL, o de forma semejante, para los juegos de la ONCE, arts. 29 IV (cupón) y 34.4 (boleto de “el Combo”) de sus respectivos Reglamentos].

enriquecimiento injusto por parte de la Administración (SSTS de 2 de noviembre de 1987, RJ 1987\7765; de 13 de julio de 1990, RJ 1990\6153; de 11 de noviembre de 1994, RJ 1994\8442, y respecto de unos cupones de la ONCE, v. STS de 11 de julio de 2006, RJ 2006\6000; *cf.* en el mismo sentido, aunque se niegue el pago del premio por falta de pruebas, SSTS de 8 de febrero de 1988, RJ 1988\1976; de 3 de marzo de 1989, RJ 1989\2066; de 1 de octubre de 2001, RJ 2001\7905; de 20 de junio de 2003, RJ 2003\5710; de 11 de octubre de 2004, RJ 6558\2004).

Evidentemente, no resulta sencilla la prueba de haber adquirido un billete en caso de pérdida involuntaria del documento. Pero existen casos que demuestran que, no obstante, esa prueba es posible. Así, cuando se acredita que el billete fue depositado en un banco, perdiéndose posteriormente al retirarlo con la intención de depositarlo en otro distinto (STS de 2 de noviembre de 1987, RJ 1987\7765); o cuando, no obstante haberse introducido el billete en una lavadora con lejía, y resultar deteriorado hasta el punto de impedir su identificación (número, serie, sorteo), se considera probada la adquisición en compañía de unos amigos de un décimo, a cuyo número venía jugándose semanalmente (STS de 13 de julio de 1990, RJ 1990\6153); o cuando, pese a que por error se destruya el billete y se tiren los restos a la basura, se prueba su adquisición al demostrar que las mismas personas jugaban juntas desde hacía tres años, comprando cada una un décimo del mismo número (STS de 11 de noviembre de 1994, RJ 1994\8442).

Ahora bien, en ninguno de los casos examinados por nuestra jurisprudencia se está en modo alguno ante la resolución de un proceso de amortización, entendido como un procedimiento público, edictal o por proclamas⁽²⁷⁾. Y es que cuando ha transcurrido el plazo prescrito para el cobro del premio sin que nadie haya presentado el billete no tiene sentido recurrir a esta clase de mecanismos, dado que a partir de entonces el eventual poseedor del billete no podrá exigir el pago⁽²⁸⁾. Pero, además, tampoco se encuentran razones para la aplicación por analogía de los procedimientos pensados para los títulos-valores, entre cuyos principales objetivos se encuentra proteger al eventual tercer adquirente *a non domino*, lo que ante los billetes de lotería, como se ha visto, no es posible.

Ni siquiera puede afirmarse, en rigor, que sea necesaria una sentencia que declare el derecho al premio del sujeto que afirma la pérdida involuntaria del billete. La jurisprudencia comentada recoge condenas a cumplir ante la negativa del emisor de los billetes a hacer efectivo el premio; es decir, de dichas resoluciones se sigue que el pago

(27) En general, sobre esta forma de caracterizar la amortización, v. EIZAGUIRRE, “Los valores”, *cit.*, pp. 1039 y 1040. *Cfr.* también DE DIOS, *op. cit.*, pp. 244 y 245.

No obstante, en DE DIOS, *op. cit.*, p. 334 y nota 657, se hace referencia a la corriente jurisprudencial mencionada como argumento a favor de la justificación de extender los procesos de amortización a los billetes de lotería, aunque a continuación se sostenga que *es imprescindible que la amortización se realice, en primer lugar, mediante un procedimiento público, que permita al adquirente, por una parte, tomar conciencia de aquellas circunstancias que pueden afectar al derecho y, de otra, conocer la existencia del procedimiento y alegar en su seno lo que estime conveniente* (p. 334).

(28) En este sentido, v. ya BENDER, *Die Lotterie*, Heidelberg, 1832, § 23, pp. 89 y 90.

debería haberse producido de manera voluntaria⁽²⁹⁾. Una vez que ha vencido el plazo para el cobro del premio sin que el billete haya sido presentado, el deudor puede cumplir ante el sujeto desprovisto del título que haya proporcionado extrajudicialmente suficientes pruebas de su derecho, sin quedar expuesto al riesgo de tener que repetir el pago ante un eventual poseedor del billete⁽³⁰⁾. Por eso mismo, si no obstante deniega el pago, el deudor quedaría sujeto a la eventual responsabilidad por el retraso, de confirmarse en el sucesivo juicio el derecho al premio del demandante⁽³¹⁾.

Sólo en caso de que antes de vencer el plazo para el cobro del premio se presente el poseedor del billete será preciso dirimir judicialmente a quién corresponde éste, suspendiéndose entre tanto el pago⁽³²⁾. Por tanto, a fin de permitir la oposición de un eventual poseedor del billete parece razonable que el pago no se realice hasta que no haya vencido el término establecido para el cobro, incluso cuando se acredite el derecho al premio del sujeto desprovisto del billete. Pero no porque se trate así de proteger a un posible adquirente del documento, o al deudor frente al riesgo de repetir el pago

(29) No puede compartirse, en consecuencia, la crítica de EIZAGUIRRE, “La opción”, *cit.*, p. 1164 y nota 164, en el sentido de que el expediente amortizatorio supone un *cauce más económico y rápido, que la apelación ante el TS en un recurso contencioso-administrativo*. El recurso a los órganos judiciales resulta necesario únicamente porque el deudor se niega a cumplir su obligación.

(30) *Cfr.* BENDER, *op. loc. cit.*; F. ENDEMANN, *op. cit.*, pp. 118 y 119, donde puede comprobarse que se trata de la técnica prevista en las normas germanas sobre lotería del siglo XIX. Entre nosotros se plantea esta posibilidad, al menos para la lotería privada, en VARA DE PAZ, *Pérdida, sustracción y destrucción de los títulos-valores*, 1986, p. 364.

(31) Puede comprobarse cómo en la STS de 11 de julio de 2006, RJ 2006\6000, se condena a la ONCE, además de al pago del premio, al abono de los intereses legales devengados desde que se recurre judicialmente la negativa de dicha organización a cumplir sin billete.

(32) *Cfr.* BENDER, *op. cit.*, p. 90; F. ENDEMANN, *op. cit.*, p. 118. Según se ha señalado, los reglamentos que rigen los juegos de lotería contemplan la posibilidad de suspender el pago de premios en virtud de orden judicial [*supra* nota 26]. A falta de una norma expresa en contra, se considera que la denuncia del presunto vencedor debería ser también suficiente para suspender el pago en BUTTARO, *op. ult. cit.*, p. 260, nota 4. Ni siquiera parece que sean admisibles en este caso las cláusulas por las que el emisor de los billetes pretende exonerarse de responsabilidad cuando cumple ante el poseedor del billete y no media orden judicial de suspender el pago [arts. 29 IV (cupón) y 34.4 (boleto de “El Combo”) de los correspondientes Reglamentos]; si el deudor cumple frente al poseedor del billete, pese a aportar otro sujeto elementos de prueba suficientes como para dudar de que efectivamente quien posee el billete tiene derecho al premio, y posteriormente se demuestra judicialmente que cumplió frente a quien carecía de legitimación material para recibir la prestación (p. ej., porque robó el billete), difícilmente podrá considerarse de buena fe al deudor a efectos de resultar liberado de su obligación.

Sin embargo, tampoco parece razonable suspender indefinidamente el pago del premio al poseedor del billete, pese a la denuncia privada de su pérdida por parte de otro sujeto. En este sentido, v. F. ENDEMANN, *op. loc. cit.*, donde se recogen las previsiones contenidas en normas sobre la lotería estatal de finales del XIX: comunicada la pérdida involuntaria del billete de manera que resulte creíble, si se presenta al cobro del premio el poseedor del billete se pone en conocimiento de quien denunció la pérdida a fin de que ejerza las oportunas acciones legales, y si en un plazo razonable (entre 6 y 8 semanas según los reglamentos de lotería) dicho sujeto no notifica la interposición de la demanda, se procede al pago a favor de quien posee el billete. En caso contrario, como se ha indicado, se procede a suspender el pago del premio hasta que se resuelva el correspondiente proceso judicial.

frente a aquél, sino porque puede resultar que quien afirma la pérdida involuntaria del título, incluso aunque aporte pruebas al respecto, en realidad no haya tenido nunca derecho al cobro. Entonces, efectivamente, podría cuestionarse la liberación del deudor que cumplió por error frente al acreedor aparente desprovisto del billete, pues cabe suponer que la buena fe que le es exigible en el pago (art. 1164 del CC) implica la cautela de esperar a que venza el plazo para presentar el billete. Si el premio se paga, en cambio, al cedente desprovisto del título, ignorando el deudor la cesión, aunque posteriormente el cesionario presentase el billete al cobro, se aplicaría la protección prevista con carácter general en la disciplina sobre la cesión de créditos (art. 1527 del CC), puesto que con la emisión del billete no se pretendía favorecer la transmisión de los derechos que el título menciona. No cabe, en definitiva, presumir que el deudor debía contar con la posibilidad de la cesión. Por tanto, como se ha visto, no puede entenderse reemplazada la apariencia histórica a favor del legitimado originario por la apariencia documental a favor del legitimado conforme al título. En cualquier caso, obviamente, cualquier duda se elimina si el deudor espera a que finalice el plazo para la presentación de los billetes, lo que tampoco parece un excesivo perjuicio para el jugador desprovisto de los títulos, teniendo en cuenta la brevedad de ese tipo de plazos⁽³³⁾.

VI. LOS NUEVOS MECANISMOS PARA LA ADQUISICIÓN DE LOS BILLETES

Las posibilidades que la tecnología ofrece permiten paliar algunos de los inconvenientes que comporta la utilización del papel reduciendo los riesgos asociados a la pérdida involuntaria del título desde el punto de vista de los jugadores. En este sentido, no sólo ya es posible la compra *on line* de billetes de lotería con envío por correo o mensajería de los títulos, sino que cabe igualmente que los billetes así adquiridos permanezcan depositados en nombre y por cuenta del adquirente, pudiéndose confiar la compra y depósito de los documentos, así como el cobro de los eventuales premios, a entidades especializadas en estos servicios⁽³⁴⁾.

En caso de que los billetes se envíen por correo o servicios de mensajería, las posibilidades de pérdida de éstos no se ven reducidas, sino que pueden resultar aumentadas como consecuencia de su expedición. Ahora bien, cabe suponer que será también más fácil demostrar la adquisición: por una parte, los datos del pedido permiten identi-

⁽³³⁾ Para los billetes de lotería nacional el plazo es de tres meses contados desde el día siguiente al del sorteo (art. 22 IGL). Respecto de los boletos de la ONCE el plazo es incluso más corto: de treinta días naturales a partir del siguiente al del sorteo.

⁽³⁴⁾ Los mecanismos varían según la administración de loterías que se considere, y a estos efectos pueden consultarse sus respectivos portales en la red. El envío de los billetes adquiridos por internet es todavía el único procedimiento disponible, entre otras, en “Doña Manolita” (Madrid) o en “El gato negro” (Murcia). En “El doblón de oro” (Madrid) se ofrece como alternativa el depósito de los billetes en la propia administración. Por su parte, en “La Bruixa d’Or” (Sort) este tipo de servicios está a cargo de Lotosystems Network, S.L., que gestiona la adquisición de los billetes y, en su caso, anticipa el pago de los premios, permaneciendo depositados los títulos en la propia administración de loterías. Un servicio semejante ofrecía Ventura 24, S.L., para la adquisición de lotería de navidad en administraciones de toda

ficar los billetes; por otra, la forma de pago (transferencia, tarjeta de crédito, contra reembolso, domiciliación bancaria) facilita la prueba de la titularidad sobre los billetes. Además, esta forma de contratación, en cuanto suprime el anonimato del adquirente originario, refuerza la exclusión de cualquier eficacia circulatoria de los billetes. Así, ante la pérdida involuntaria de los documentos, el deudor puede liberarse cumpliendo frente al adquirente originario de los mismos (*cf.* art. 1527 del CC)⁽³⁵⁾. Al contrario, no parece que el deudor resulte liberado si paga a quien presenta el billete y se demuestra posteriormente que no tenía derecho al premio, cuando conoce que no se trata de quien realizó el pedido y no exige pruebas ulteriores de la legitimación material de dicho sujeto para el cobro del premio (*cf.* arts. 1164 del CC, 46 III del CC): el deudor dispone de elementos de prueba suficientes como para enervar la presunción de titularidad que asiste en principio al poseedor del billete; frente a la apariencia derivada de la posesión del documento el deudor puede denegar la prestación sin incurrir en responsabilidad por el retraso en tanto no se presenten otras pruebas del derecho al premio, alegando tanto los datos del pedido como el hecho de no haberse predispuesto el billete para facilitar la circulación de los derechos relativos al sorteo ni, por tanto, estar prevista su cesión.

En caso de que los billetes permanezcan depositados, tanto la posibilidad de pérdida de los documentos como los riesgos que puede conllevar ésta se reducen considerablemente. Incluso en la hipótesis improbable de que se pierdan los billetes depositados, la adquisición queda suficientemente demostrada mediante la prueba del pago y depósito a favor del jugador, resultando además acreditada de forma fehaciente cuando se emplean instrumentos dotados de firma electrónica⁽³⁶⁾. La circulación de los billetes se excluye de manera absoluta al deber permanecer los títulos depositados en todo momento, con lo que su desaparición sólo puede deberse a la pérdida involuntaria

España. En la misma línea, el sistema aparentemente más novedoso es el que se acompaña del “certificado o décimo electrónico” y del “certificado electrónico de premios” que cada vez más administraciones, como “La brujita generosa” (Valencia), ofrecen a sus clientes. Los billetes se adquieren *on line* y permanecen depositados en la administración de loterías, con la única especialidad de que la titularidad de los billetes y de los premios correspondientes resultan acreditadas por documentos con firma electrónica emitida y certificada por la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre.

(35) Y ello incluso sin necesidad de esperar al vencimiento del plazo para la presentación de los billetes. Como se ha indicado al final del epígrafe anterior, excluida toda función circulatoria del billete, esperar al vencimiento de dicho plazo sólo sirve para evitar el riesgo de cumplir frente a quien, pese a probar ser el primer adquirente, en realidad no lo es. Por ejemplo, en el caso de billetes enviados por correo, quien alega su pérdida involuntaria y se hace pasar por quien realizó el pedido falsificando un documento de identidad. Únicamente en previsión de esa hipótesis tendría sentido la cautela de aguardar a que venza el plazo para el cobro de premios, aunque efectuando el pago mediante transferencia se eliminaría igualmente el peligro de un eventual error en la identidad del jugador. En cualquier caso, de pagar antes del vencimiento al verdadero acreedor originario, el deudor resulta liberado frente al cesionario en posesión del billete, siempre y cuando desconociera la cesión.

(36) Lo único que añaden documentos como el “décimo electrónico” y el “certificado de premios” es el carácter fehaciente de los elementos de prueba sobre la adquisición de los billetes y el premio que les corresponde. Los efectos probatorios en el caso del “certificado de premios” parecen extenderse, además, a las relaciones con la Administración tributaria de quienes cobran los premios.

de los mismos. El deudor, por tanto, habrá de cumplir entonces frente a quien acredite el pedido y depósito de los billetes a su nombre⁽³⁷⁾.

Evidentemente, tampoco con este sistema se prescinde del soporte documental: todos los billetes se siguen emitiendo y aquellos que se compran por internet permanecen depositados por cuenta y en nombre de su adquirente⁽³⁸⁾. Por consiguiente, en modo alguno puede hablarse de un fenómeno de desmaterialización como el experimentado con otros documentos. En este sentido, y aunque no quepa descartar que en un futuro próximo se avance en este proceso de sustitución del papel, se antoja complicado que, al menos por lo que hace a la lotería nacional, el soporte documental acabe desapareciendo.

En teoría, sin embargo, del mismo modo que sucede con otros juegos estatales (primitiva, bonoloto, euromillones, quinielas) podría eliminarse completamente el papel al resultar identificado el contratante por otros medios, en particular la prueba del pago. Tampoco en relación con los billetes de lotería habría necesidad de establecer un registro o instrumento semejante en aras de proteger a eventuales adquirentes de los derechos que se derivan de la participación en el sorteo al no estar prevista la transmisión de éstos. No existe un mercado sobre los billetes ni sobre los derechos que estos mencionan. El emisor de los títulos no tiene ningún interés en que se negocien al margen de sus canales de distribución, y los nuevos mecanismos que permiten identificar al adquirente dificultan que incluso de hecho los billetes puedan circular. En suma, los billetes de lotería no son títulos-valores.

⁽³⁷⁾ En esta hipótesis el deudor no debe esperar al vencimiento del plazo para pagar el premio. Las administraciones de loterías que ofrecen este mecanismo para adquirir billetes ponen a disposición de sus clientes unas cuentas en las que se efectúa el abono de los eventuales premios. Por tanto, no existe siquiera el riesgo de que alguien cobre el premio haciéndose pasar por quien realizó el pedido.

⁽³⁸⁾ Tampoco se está, pues, antes un depósito colectivo semejante al que, como es sabido, constituye una de las fases del fenómeno de desmaterialización de determinados títulos-valores, y sobre cuyas peculiaridades puede remitirse en nuestra literatura, por todos, a PAZ-ARES, "La desincorporación", *cit.*, p. 20 ss.

Una suerte de depósito colectivo cabe apreciar, no obstante, en la participación en peñas para la adquisición de billetes que algunas administraciones de loterías ponen a disposición de sus clientes (señaladamente, la "Bruixa d'Or"), si bien no se contempla la posibilidad de que los jugadores negocien su cuota ni antes ni después del sorteo, con lo que la semejanza con un depósito colectivo de valores resulta bastante limitada.

JURISPRUDENCIA

REGISTRO DE INFORMACIÓN DE CRÉDITO Y DEFENSA DE LA COMPETENCIA

FERNANDO GONZÁLEZ BOTIJA

Profesor Titular de la Facultad de Derecho (UCM)

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3.ª), de 25 de septiembre de 2007. Recurso de Casación núm. 1994/2002. Ponente: Excmo. Sr. D. José Manuel Bandrés Sánchez-Cruzat. RJ 2007\7087

RESUMEN

El Tribunal Supremo ha aplicado en un reciente caso relativo al Registro de Información entre entidades financieras la siguiente doctrina del Tribunal de Justicia de la UE: El artículo 81.1 del Tratado de la Comunidad Europea debe interpretarse en el sentido de que un sistema de intercambio de información sobre el crédito, como el Registro de Información entre entidades financieras sobre la solvencia de los clientes existente en España, no tiene por efecto, en principio, restringir la competencia en el sentido de dicha disposición, siempre que el mercado o mercados pertinentes no se encuentren fuertemente concentrados, que dicho sistema no permita identificar a los acreedores y que las condiciones de acceso y de utilización para las entidades financieras no sean discriminatorias de hecho ni de Derecho. En el supuesto de que tal sistema de intercambio de información sobre el crédito, como el referido Registro, restrinja la competencia en el sentido del artículo 81.1 citado, la aplicabilidad de la exención prevista en el apartado 3 de dicho artículo estará supeditada a los cuatro requisitos acumulativos que enuncia esta última disposición. Incumbe al juez nacional verificar si concurren tales requisitos.

Palabras clave: Registro de Información; entidades financieras; crédito; solvencia de la clientela; restringir la competencia.

ABSTRACT

The Spanish Supreme Court, in accordance with the case-law of the Court of Justice of the European Union, rules: Article 81(1) EC must be interpreted as meaning that a system for the exchange of information on credit between financial institutions, such as the register of information on customer solvency at issue in the main proceedings, does not, in principle, have as its effect the restriction of competition within the meaning of that provision, provided that the relevant market or markets are not highly concentrated, that that system does not permit lenders to be identified and that the conditions of access and use by financial institutions are not discriminatory, in law or in fact. In the event that a system for the exchange of information on credit, such as that register, restricts competition within the meaning of Article 81(1) EC, the applicability of the exemption provided for in Article 81(3) EC is subject to the four cumulative conditions laid down in that provision. It is for the national court to determine whether those conditions are satisfied.

Key words: Register of information; financial institutions; credit; customer solvency; restricts competition.

FUNDAMENTOS DE DERECHO
MÁS RELEVANTES

Cuarto.—Sobre el primer motivo de casación formulado por ASNEF-EQUIFAX, SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, SA.

Debe rechazarse la prosperabilidad del primer motivo de casación formulado por la Entidad ASNEF-EQUIFAX, SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, SA, porque la pretensión casacional, encauzada por el motivo primero contemplado en el artículo 88.1 a) de la Ley 29/1998, de 13 de julio (RCL 1998\1741), reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, por exceso en el ejercicio de la jurisdicción, carece de fundamento, ya que descansa en la argumentación de que la Sala de instancia ha traspasado los límites de su función revisora al atribuirse una función impropia de la jurisdicción, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, al entrar a juzgar valoraciones económicas que corresponden al Tribunal de Defensa de la Competencia, según dispone el artículo 25 de la Ley 16/1989, de 17 de julio (RCL 1989\1591), de Defensa de la Competencia, ya que, aunque la Sala de instancia, como luego diremos, incurre en error jurídico en la aplicación del artículo 1 de la referida Ley de Defensa de la Competencia, no ofrece dudas que el control de los expedientes de autorización de acuerdos, decisiones, recomendaciones y prácticas en los supuestos que concurren los requisitos previstos en el artículo 3 de la LDC, corresponde al orden jurisdiccional Contencioso-Administrativo, que ejerce, según se deduce de los artículos 24 y 106 de la Constitución (RCL 1978\2836), un control de plena jurisdicción, que abarca el enjuiciamiento de los elementos de hecho y de los fundamentos jurídicos de las decisiones del Tribunal de Defensa de la Competencia conforme dispone el artículo 49 de la LDC, que debe efectuarse respetando las garantías inherentes al derecho a la tutela judicial efectiva que reconoce el artículo 24 de la Constitución.

En primer término, resulta pertinente recordar que la adecuada articulación del motivo de casación del artículo 88.1.a) de la Ley

29/1998, de 13 de julio (RCL 1998\1741), reguladora de la jurisdicción contencioso-administrativa, exige fundamentar de forma precisa y convincente la concurrencia de exceso, abuso o defecto en el ejercicio de la jurisdicción en que habría incurrido el Tribunal sentenciador, como se deduce de la interpretación de este precepto con el artículo 9 de la Ley Orgánica del Poder Judicial (RCL 1985\1578 y 2635); es decir, acreditar que se hubiera producido el conocimiento por parte de los Juzgados y Tribunales de lo Contencioso-Administrativo de asuntos impropios de los que corresponden a su orden jurisdiccional, o el dejar de conocer de los que corresponden a él, según se sostiene en la sentencia de esta Sala de 25 de julio de 1996 (RC 703/1993 [RJ 1996\6211]), en relación con la redacción del artículo 95.1.1 de la precedente Ley reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa de 27 de diciembre de 1956 (RCL 1956\1890), debida a la Ley 10/1992, de 30 de abril (RCL 1992\1027).

Así se desprende de la doctrina de esta Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo expuesta en las sentencias de 29 de enero de 2003 [RC 5787/1999 (RJ 2003\829)] y de 12 de mayo de 2005 [RC 3561/2002 (RJ 2005\9334)], que rechaza acoger los motivos casacionales deducidos al amparo del artículo 88.1 a) de la Ley 29/1998, de 13 de julio (RCL 1998\1741), reguladora de la jurisdicción contencioso-administrativa, cuando las pretensiones de anulación y de plena jurisdicción de las reconocidas en el artículo 31.1 y 2 de la LJCA ejercitadas por los demandantes se dedujeron como establece el artículo 1 de la vigente Ley jurisdiccional, en relación con la actuación de las Administraciones Públicas sujeta al Derecho administrativo, en la que se incluye las resoluciones del Tribunal de Defensa de la Competencia, por lo que la Sala *a quo*, con independencia del acierto o desacierto en la resolución, «ha conocido de un asunto para el que tenía jurisdicción».

El artículo 95.2.a) de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la jurisdicción contencioso-administrativa concretiza el significado de este motivo casacional, que pretende salvaguardar el ámbito y la extensión de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, al disponer,

como contenido de la sentencia casacional, que, en caso de estimarse el recurso de casación por este motivo, se anulará la sentencia o resolución recurrida, indicándose el concreto orden jurisdiccional que se estima competente o se resolverá el asunto, según corresponda.

De la lectura de los razonamientos expuestos en el escrito de interposición presentado por la Entidad ASNEF-EQUIFAX, SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, SA, se deduce que no cuestiona en realidad que el orden jurisdiccional Contencioso-Administrativo sea el competente por razones de la materia para resolver sobre la legalidad de la resolución del Tribunal de Defensa de la Competencia de 3 de noviembre de 1999 (AC 1999\8119) impugnada, en cuanto no existen dudas de que las pretensiones que se deducen por la parte actora en el proceso de instancia encajan en el ámbito material que corresponde a los Juzgados y Tribunales de este orden jurisdiccional, conforme a lo dispuesto en los artículos 1 y 2 de la LJCA y no pueden ser excluidas del control judicial por parte de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, sino que centra la controversia casacional en el alcance inadecuado de la fundamentación de la sentencia recurrida, al estimar que no debe extenderse al enjuiciamiento de los elementos discrecionales de la resolución administrativa, que contradice lo dispuesto en el artículo 70.2 de la Ley reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, que autoriza a estimar el recurso Contencioso-Administrativo en el supuesto de que la Sala aprecie que la resolución incurre en infracción del ordenamiento jurídico, que integra el examen de los elementos discrecionales, mediante la exposición de un juicio razonado que excluye la arbitrariedad judicial.

Por ello, estimamos que resulta apreciable la inadecuación formal del motivo de casación articulado, al no estimarse correspondencia entre el motivo seleccionado por la Entidad recurrente, la argumentación en que se sustenta la pretensión revocatoria de la sentencia recurrida, y los preceptos del ordenamiento jurídico sustantivo y procesal que se denuncian infringidos —el artículo 25 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, que establece la competencia resolutoria del

Tribunal de Defensa de la Competencia, y los artículos 1 y 2 de la LJCA—.

El control jurisdiccional de la actuación administrativa que corresponde a los juzgados y tribunales del orden Contencioso-Administrativo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 106 de la Constitución (RCL 1978\2836) y en el artículo 1 de la Ley 29/1998, de 13 de julio (RCL 1998\1741), reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, se extiende a enjuiciar la legalidad objetiva de la actuación administrativa y a satisfacer la tutela jurisdiccional de los derechos e intereses legítimos de los ciudadanos frente a los poderes públicos administrativos, porque, según precisa la Exposición de Motivos de la LJCA «la Ley parte del principio de sometimiento pleno de los poderes públicos al ordenamiento jurídico, verdadera cláusula regia del Estado de Derecho».

Quinto.—Sobre el segundo motivo de casación formulado por ASNEF-EQUIFAX, SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, SA.

El segundo motivo de casación formulado por ASNEF-EQUIFAX, SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, SA, debe ser acogido, al apreciarse que la Sala de instancia ha incurrido en error jurídico al considerar en el caso examinado que el Registro de Información de Crédito autorizado por resolución del Tribunal de Defensa de la Competencia de 3 de noviembre de 1999 (AC 1999\8119), con la condición de ser accesible a todas las entidades financieras, previo pago de la correspondiente cuota, en condiciones de no discriminación, de no develar información sobre la parte acreedora de los datos relativos a posiciones deudoras que en él se almacenan, y de tener una duración de cinco años, constituye una conducta prohibida por el artículo 1 de la Ley 16/1989, de 7 de julio (RCL 1989\1591), de Defensa de la Competencia, no incardinable en los supuestos de autorización previstos en el artículo 3 de la mencionada Ley, al deber tener en cuenta que dicha conclusión jurídica contradice manifiestamente la doctrina del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, que en sentencia de 23 de noviembre de 2006 (TJCE 2006\342) resolvió la cuestión prejudicial

planteada por esta Sala de lo Contencioso-Administrativo en el seno de este recurso de casación, con los siguientes pronunciamientos:

«1) El artículo 81 de la CE (RCL 1999\1205 ter), apartado 1, debe interpretarse en el sentido de que un sistema de intercambio de información sobre el crédito, como el Registro de Información entre entidades financieras sobre la solvencia de los clientes objeto del asunto principal, no tiene por efecto, en principio, restringir la competencia en el sentido de dicha disposición, siempre que el mercado o mercados pertinentes no se encuentren fuertemente concentrados, que dicho sistema no permita identificar a los acreedores y que las condiciones de acceso y de utilización para las entidades financieras no sean discriminatorias de hecho ni de Derecho.

2) En el supuesto de que un sistema de intercambio de información sobre el crédito, como el referido Registro, restrinja la competencia en el sentido del artículo 81 de la CE, apartado 1, la aplicabilidad de la exención prevista en el apartado 3 de dicho artículo estará supeditada a los cuatro requisitos acumulativos que enuncia esta última disposición. Incumbe al juez nacional verificar si concurren tales requisitos. Para que se cumpla el requisito de que se reserve a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante, no es necesario, en principio, que cada uno de los consumidores se beneficie individualmente del acuerdo, decisión o práctica concertada. Sí es necesario, en cambio, que la incidencia global sobre los consumidores en los mercados pertinentes sea favorable. [...]

La primera cuestión que debemos resolver es la aplicación a este caso de la normativa europea y de los criterios de la indicada sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, habida cuenta de que el Registro parece tener, en principio, un ámbito exclusivamente nacional. Según hemos significado en la sentencia de esta Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 25 de septiembre de 2007 [RC 2171/2002 (RJ 2007\6306)], el propio Tribunal resuelve la cuestión cuando señala que «una práctica colusoria que se extiende a todo el territorio de un Estado miembro tiene por

efecto consolidar compartimentaciones de carácter nacional y obstaculiza de este modo la interpenetración económica perseguida por el Tratado CEE». Añade más adelante:

«41. En el caso presente, consta en autos que el Registro está abierto, en principio, a toda entidad que opere en el sector de las actividades de préstamo y de crédito, a saber, un amplio abanico de empresas con los perfiles más diversos. A diferencia del CIR, gestionado por el Banco de España, el Registro no ha previsto umbrales mínimos, de manera que la información sobre el crédito que figura en el mismo versa sobre un número de operaciones de crédito mayor que el de las operaciones contenidas en el CIR. Además, la información que emana del Registro se transmite por vía informática, es decir, de una manera más eficaz que la información que facilita el CIR.

42. Por consiguiente, la posibilidad de tener acceso al Registro y las condiciones exigidas al respecto pueden revestir una importancia nada desdeñable para la opción de las empresas establecidas en Estados miembros distintos de España de ejercer o no sus actividades en este último Estado.

43. Según reiterada jurisprudencia, y tal como se desprende del apartado 34 de la presente sentencia, el artículo 81 de la CE apartado 1, no exige que las prácticas colusorias contempladas en dicha disposición hayan afectado de manera sensible a los intercambios comerciales intracomunitarios, pero sí requiere que se demuestre que dichas prácticas pueden tener tal efecto (en este sentido, véanse las sentencias de 1 de febrero de 1978, Miller/Comisión, 19/77, Rec. p. 131, apartado 15; de 17 de julio de 1997 [TJCE 1997\167], Ferriere Nord/Comisión, C-219/95 P, Rec. p. I-4411, apartado 19, así como Bagnasco y otros [TJCE 1999\3], antes citada, apartado 48)».

No hay duda, por tanto, de la aplicación del artículo 81 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (RCL 1999\1205 ter), bien sea de forma directa, bien por vía de interpretación, dado que los artículos 1 y 3 de la LDC (RCL 1989\1591) responden a los mismos criterios que los de aquel precepto.

Partiendo de estas consideraciones, procede analizar si la creación del Registro de Información de Crédito es o no contraria al ar-

título 1 de la LDC. en paralelo con el artículo 81 del Tratado.

Con arreglo a la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, los indicados registros no tienen por objeto, por su propia naturaleza, impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado común, y reserva al órgano judicial nacional decidir, en cada caso concreto, si se produce ese efecto restrictivo, para lo cual será preciso examinar si el mercado en que se desenvuelve el Registro se encuentra fuertemente concentrado o se trata de un mercado en el que la oferta está atomizada, si se va a revelar directa o indirectamente la identidad de los acreedores, y si es accesible a todos los agentes económicos activos en el sector.

Ya el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en una primera aproximación al tema indica que en el caso que se le somete esos presupuestos restrictivos de la competencia no se producen.

En efecto, en primer lugar la información está abierta a cualquier persona jurídica, y aunque en la práctica la van a utilizar sólo las entidades financieras, éstas son lo suficientemente numerosas (Bancos, Cajas de Ahorro, etc.), como para que pueda concluirse, sin ningún género de dudas, que se trata de un mercado atomizado, como así se calificó en la cuestión que esta Sala dirigió al Tribunal de Justicia. En segundo término, no existe hecho alguno que permita concluir que los datos relativos a los acreedores vayan a ser revelados, y, por el contrario, en los ficheros que constan presentados en el expediente sólo figura el tipo de la entidad, pero excluye expresamente su razón social, sin que con carácter general, éste sea comunicado. En último término, no existe restricción de acceso al fichero de entidades que actúen en el sector que podrán obtener los datos previo pago de la correspondiente cuota en condiciones no discriminatorias.

Particularmente, resultan significativos y precisos los pronunciamientos del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas expuestos en la sentencia de 23 de noviembre de 2006 (TJCE 2006\342), sobre la naturaleza y caracterización del Registro de Información de Crédito controvertido, que, aunque implica una forma de cooperación entre competidores, al facilitar el intercambio de información dis-

ponible sobre la solvencia de los peticionarios de créditos, que incide en la actividad crediticia, no tiene como finalidad esencial impedir, restringir o falsear la competencia en el contexto de un marco concreto de mercado atomizado, no oligopolístico ni excesivamente concentrado, porque no obstaculiza que los operadores del sector financiero determinen de manera autónoma e independiente sus políticas de concesión de créditos, al no permitir desvelar las estrategias comerciales, y promueve una mejora de la oferta de crédito, al reducir el porcentaje de incumplimiento de los prestatarios, mejorando el funcionamiento del sistema económico —como ya había reconocido el Banco de España en su Informe de 1 de octubre de 1998, al estimar que no sólo beneficia a las Entidades prestatarias, sino que colabora a fomentar la solvencia general del sistema crediticio, un bien público que recibe la tutela del Estado—, beneficia a los consumidores de créditos al minorarse el coste del crédito para todos, incrementar la movilidad para obtener mejores condiciones crediticias, y contribuir a evitar situaciones de endeudamiento excesivo de los particulares y las familias.

Este fallo del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, que es plenamente aplicable a la resolución de los recursos de casación que examinamos, evidencia que la Sala de instancia interpretó inadecuadamente el artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (RCL 1989\1591) y el artículo 81 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (RCL 1999\1205 ter), al entender que el Registro de Información de Crédito autorizado constituía una práctica restrictiva de la competencia a la luz de la doctrina del propio Tribunal de Justicia, expuesta en su sentencia de 28 de mayo de 1997, que debió aplicarse con las modulaciones exigibles, atendiendo a las diferencias de estructura, composición y naturaleza de los mercados relevantes afectados y al distinto objeto del intercambio de información entre competidores contemplados.

En consecuencia, no puede incluirse el indicado Registro entre las conductas prohibidas por el artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (RCL 1989\1591), lo que es suficiente para estimar la casación formulada por la Entidad ASNEF-EQUIFAX, SERVI-

CIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, SA, sin necesidad de entrar a examinar los demás motivos de casación deducidos por las partes recurrentes y, particularmente, por el Abogado del Estado, en cuyo planteamiento se incide en si se dan los requisitos para la autorización de conductas prohibidas establecidos en el artículo 3 de la LDC, al perder objeto efectuar un pronunciamiento *ad hoc*.

A partir de la anterior conclusión jurídica, debe también desestimarse el recurso Contencioso-Administrativo interpuesto por la representación procesal de la ASOCIACIÓN DE USUARIOS DE SERVICIOS BANCARIOS (AUSBANC) contra la resolución del Tribu-

nal de Defensa de la Competencia de 3 de noviembre de 1999 (TJCE 1999\3), al carecer de fundamento, en aplicación de la doctrina del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas expuesta, la afirmación de que el Registro de Información de Crédito autorizado está incurso en la prohibición del artículo 1 de la Ley 16/1989, de 17 de julio (RCL 1989\1591), de Defensa de la Competencia, por constituir una práctica restrictiva de la competencia, al inferirse la legalidad del Registro, así como por decaer los argumentos aducidos en el escrito de demanda sobre la no concurrencia de los requisitos exigidos por el artículo 3 de la LDC para la autorización, al ser inaplicable dicho precepto para resolver la controversia jurídica planteada.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. COMENTARIO.

- 1. **El control judicial de la discrecionalidad.**
- 2. **Sobre si el sistema de intercambio de información sobre el crédito restringe la competencia.**

I. INTRODUCCIÓN

Es objeto del presente trabajo comentar una reciente Sentencia del Tribunal Supremo (de ahora en adelante TS) de septiembre de 2007⁽¹⁾, donde se juzga un recurso de casación interpuesto por la Entidad ASNEF-EQUIFAX SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, S.L. y por el Abogado del Estado contra la sentencia dictada por la Sección Sexta de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional de 28 de noviembre de 2001, que estimó el recurso Contencioso-Administrativo interpuesto por la ASOCIACIÓN DE USUARIOS DE

(1) Ver Sentencia Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3), de 25 de septiembre 2007, Recurso de Casación núm. 1994/2002. Ponente: Excmo. Sr. D. José Manuel Bandrés Sánchez-Cruzat. RJ 2007/7087.

SERVICIOS BANCARIOS (AUSBANC). Esta última sentencia declaró la nulidad de la resolución del Pleno del Tribunal de Defensa de la Competencia de 3 de noviembre de 1999, por la que se autorizaba la constitución de un Registro de Información de Crédito, por no ser ajustada a Derecho⁽²⁾.

La Audiencia Nacional consideró que la constitución del Registro de Información de Crédito⁽³⁾ constituía una práctica que se incardinaba en la prohibición establecida en el artículo 1.1 de la Ley 16/1989, de 17 de julio⁽⁴⁾, de Defensa de la Competencia, en la medida en que restringía la libre competencia del mercado financiero, y que no se podía autorizar en virtud del artículo 3 de la referida Ley, al considerar que no concurrían los requisitos exigidos en dicha disposición, por no contribuir a mejorar la producción o la comercialización de los servicios crediticios, no existir beneficio alguno en la disminución de los riesgos que contraían las Entidades financieras por este trasvase de información, ni implicaba participación de los usuarios y consumidores, de forma adecuada en sus ventajas (al no propiciar su instauración un detrimento del tipo de interés del préstamo), y porque obstaculizaba la entrada de nuevos competidores en el sector y favorecía la posición de dominio de los operadores más fuertes.

El recurso de casación formulado por la Entidad recurrente se fundó en dos motivos básicos:

1.º) Que la sentencia de la Sala de instancia había incurrido en exceso de jurisdicción, según se aducía, «al carecer la Audiencia Nacional de competencia para juzgar las valoraciones económicas esgrimidas por el Tribunal de Defensa de la Competencia en su resolución recurrida», en vulneración del artículo 1 de la citada Ley procesal y de la jurisprudencia aplicable⁽⁵⁾. Para el demandante el Tribunal había traspasado los límites de su función revisora al atribuirse una función impropia de la jurisdicción, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley reguladora de

(2) Ver AC 1999\8119. Por esta resolución se autorizó tal registro con la condición de ser accesible a todas las entidades financieras, previo pago de la correspondiente cuota, en condiciones de no discriminación, de no desvelar información sobre la parte acreedora de los datos relativos a posiciones deudoras que en él se almacenan, y de tener una duración de cinco años.

(3) Atendiendo al objeto que se pretendía de facilitar que las Entidades financieras dispusiesen de información uniforme respecto de la capacidad económica y financiera de los peticionarios de créditos, a fin de evitar el riesgo, que incluía tanto datos negativos —impagos—, como positivos, referidos a solicitudes crediticias, avales y garantías personales formalizadas.

(4) Ver RCL 1989\1591.

(5) Se sostenía, en apoyo de esta pretensión casacional, que la Sala de instancia se había extralimitado en el control de legalidad de las resoluciones del Tribunal de Defensa de la Competencia, al fundar la *ratio decidendi* de la sentencia con base en sus propias valoraciones sobre el funcionamiento del sistema financiero, sustituyendo la voluntad del órgano administrativo, y obviando la doctrina emanada del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (en lo sucesivo TJCE), que limita la revisión jurisdiccional de los actos de naturaleza económica a enjuiciar si se respetaron las normas de procedimiento y de motivación, así como la doctrina jurisprudencial del Tribunal Constitucional [STC 43/1988, de 16 de marzo (RTC 1988\43)] y la jurisprudencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo [STS de 9 de octubre de 1984 (RJ 1984\4766)].

la jurisdicción Contencioso-Administrativa, al entrar a juzgar valoraciones económicas que corresponden al Tribunal de Defensa de la Competencia, según dispone el artículo 25 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia.

El TS rechaza este argumento, ya que, aunque, como vamos a ver, reconoce que la Sala de instancia incurre en error jurídico en la aplicación del artículo 1 de la referida Ley de Defensa de la Competencia, no ofrece dudas que el control de los expedientes de autorización de acuerdos, decisiones, recomendaciones y prácticas en los supuestos que concurren los requisitos previstos en el artículo 3 de la LDC corresponde al orden jurisdiccional Contencioso-Administrativo, que ejerce, según se deduce de los artículos 24 y 106 de la Constitución, un control de plena jurisdicción, que abarca el enjuiciamiento de los elementos de hecho y de los fundamentos jurídicos de las decisiones del Tribunal de Defensa de la Competencia conforme dispone el artículo 49 de la LDC, que debe efectuarse respetando las garantías inherentes al derecho a la tutela judicial efectiva que reconoce el artículo 24 de la Constitución. El TS resalta que:

«En primer término, resulta pertinente recordar que la adecuada articulación del motivo de casación del artículo 88.1.a) de la Ley 29/1998, de 13 de julio (RCL 1998\1741), reguladora de la jurisdicción contencioso-administrativa, exige fundamentar de forma precisa y convincente la concurrencia de exceso, abuso o defecto en el ejercicio de la jurisdicción en que habría incurrido el Tribunal sentenciador, como se deduce de la interpretación de este precepto con el artículo 9 de la Ley Orgánica del Poder Judicial (RCL 1985\1578 y 2635); es decir, acreditar que se hubiera producido el conocimiento por parte de los Juzgados y Tribunales de lo Contencioso-Administrativo de asuntos impropios de los que corresponden a su orden jurisdiccional, o el dejar de conocer de los que corresponden a él, según se sostiene en la sentencia de esta Sala de 25 de julio de 1996 [RC 703/1993 (RJ 1996\6211)], en relación con la redacción del artículo 95.1.1 de la precedente Ley reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa de 27 de diciembre de 1956 (RCL 1956\1890), debida a la Ley 10/1992, de 30 de abril⁽⁶⁾... De la lectura de los razonamientos expuestos en el escrito de interposición presentado por la Entidad ASNEF-EQUIFAX, SERVICIOS DE INFORMACIÓN SOBRE SOLVENCIA Y CRÉDITO, S.A. se deduce que no cuestiona en realidad que el orden jurisdiccional Contencioso-Administrativo sea el competente por razones de la materia para resolver sobre la legalidad de la resolución del Tribunal de Defensa de la Competencia de 3 de noviembre de 1999 (AC 1999\8119) impugnada, en cuanto no existen dudas de que las pretensiones que se deducen por la parte actora en el proceso de instancia encajan en el ámbito material que corresponde a los Juzgados y Tribunales de este orden jurisdiccional, conforme a lo dispuesto en los artículos 1 y 2 de la LJCA y no pueden ser excluidas del control judicial por parte de la jurisdic-

⁽⁶⁾ Así se desprende de la doctrina de esta Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo expuesta en las sentencias de 29 de enero de 2003 [RC 5787/1999 (RJ 2003\829)] y de 12 de mayo de 2005 [RC 3561/2002 (RJ 2005\9334)].

ción Contencioso-Administrativa, sino que centra la controversia casacional en el alcance inadecuado de la fundamentación de la sentencia recurrida, al estimar que no debe extenderse al enjuiciamiento de los elementos discrecionales de la resolución administrativa, que contradice lo dispuesto en el artículo 70.2 de la Ley reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, que autoriza a estimar el recurso Contencioso-Administrativo en el supuesto de que la Sala aprecie que la resolución incurre en infracción del ordenamiento jurídico, que integra el examen de los elementos discrecionales, mediante la exposición de un juicio razonado que excluye la arbitrariedad judicial... El control jurisdiccional de la actuación administrativa que corresponde a los juzgados y tribunales del orden Contencioso-Administrativo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 106 de la Constitución (RCL 1978\2836) y en el artículo 1 de la Ley 29/1998, de 13 de julio (RCL 1998\1741), reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, se extiende a enjuiciar la legalidad objetiva de la actuación administrativa y a satisfacer la tutela jurisdiccional de los derechos e intereses legítimos de los ciudadanos frente a los poderes públicos administrativos, porque, según precisa la Exposición de Motivos de la LJCA, «la Ley parte del principio de sometimiento pleno de los poderes públicos al ordenamiento jurídico, verdadera cláusula regia del Estado de Derecho».

2.º) El segundo motivo de casación, que se fundó al amparo del artículo 88.1.d) de la Ley reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, por infracción de las normas del ordenamiento jurídico y de la jurisprudencia que fueren aplicables para resolver las cuestiones objeto de debate, censuró que la Sala de instancia había infringido los artículos 1 y 3 de la Ley de Defensa de la Competencia ⁽⁷⁾. Y es que —según aducía— la constitución de un Registro de Información de Crédito no constituía un supuesto de restricción o falseamiento de la competencia, porque su implantación no suponía un intercambio de información confidencial sobre solicitudes de crédito entre las entidades financieras competidoras al albergar datos que eran accesibles a través de la Central de Información de Riesgos del Banco de España. Por tanto, no se producía riesgo alguno para la competencia, siendo, en todo caso, autorizable porque contribuye a la mejora del mercado crediticio, favorece la transparencia entre los operadores económicos, promueve la participación de los consumidores y usuarios en las ventajas de dicho registro e incentiva la competencia entre las empresas que operan en el sector, reduciendo las barreras de entrada a nuevos competidores.

El TS acoge este segundo motivo de casación. El Alto Tribunal considera que la sentencia recurrida incurre en un error jurídico, ya que contradice manifiestamente la doctrina del TJCE, que en sentencia de 23 de noviembre de 2006 resolvió la cuestión prejudicial planteada por el mismo TS por auto de este último Tribunal de 30 de mayo de 2005.

(7) Ver RCL 1989\1591.

Efectivamente, el TJCE ya se había manifestado al respecto de este tema concreto a preguntas de nuestro Alto Tribunal, analizando si tal Registro podía atentar contra una leal competencia en el mercado o, en ese caso, estar justificado pese a todo⁽⁸⁾. Vamos a ver íntegramente su argumentación, pues es recogida por el TS como apoyo a su argumentación.

En primer lugar debemos destacar que el TJCE empieza reconociendo que la creación de tal tipo de Registro presenta ciertas ventajas y desventajas desde el punto de vista de la preservación de la competencia en un mercado.

Así, en su haber hay que apuntar que la finalidad esencial de los sistemas de intercambio de información sobre el crédito, tales como el Registro, es poner a disposición de quienes conceden créditos información pertinente acerca de los prestatarios existentes o potenciales, especialmente en lo que atañe al modo en que estos últimos han satisfecho sus deudas con anterioridad. La naturaleza de la información disponible puede variar según el tipo de sistema que se implante. El Registro contiene datos negativos, como la falta de pago, y datos positivos, como saldos acreedores, avales, fianzas y garantías, operaciones de leasing o disposición temporal de activos. Los registros de ese tipo, que según el Gobierno polaco existen en numerosos Estados, incrementan la cantidad de información disponible para las entidades de crédito acerca de los prestatarios potenciales, atenuando la disparidad existente entre el acreedor y el deudor en lo que atañe a la posesión de información y facilitando de este modo una mayor previsibilidad de la probabilidad de devolución de los créditos. De esta manera, tales registros pueden reducir, en principio, el porcentaje de incumplimiento de los prestatarios y, por lo tanto, mejorar el funcionamiento de la oferta de crédito⁽⁹⁾.

(8) En la Sentencia también se trata el tema de la protección de datos. Así, en el apartado 63 el TJCE apunta que, por lo demás, tal y como el Abogado General ha señalado sustancialmente en el punto 56 de sus conclusiones, dado que las eventuales cuestiones relativas al aspecto sensible de los datos de carácter personal no se rigen, en cuanto tales, por el Derecho sobre la competencia, pueden ser resueltas basándose en las disposiciones pertinentes en materia de protección de tales datos. En los autos del litigio principal consta que, en virtud de las normas aplicables al Registro, los consumidores interesados tienen derecho, según la legislación española, a verificar los datos que les afectan y, en su caso, a hacer que se corrijan o incluso que se eliminen.

(9) El TJCE recuerda que, tal como indicó sustancialmente el Abogado General en el punto 54 de sus conclusiones, si las entidades financieras, debido a la falta de información sobre el riesgo de incumplimiento de los prestatarios, no pueden distinguir, dentro del conjunto de éstos, aquellos cuya probabilidad de incumplimiento es mayor, el riesgo que por esta razón soportan las entidades financieras se verá necesariamente incrementado, y tales entidades tenderán a integrarlo en el cálculo del coste del crédito para todos los prestatarios, incluidos aquellos que presentan el menor riesgo de incumplimiento, con la consecuencia de que estos últimos habrán de soportar entonces un coste más elevado que si las referidas entidades estuvieran en condiciones de evaluar con mayor precisión la probabilidad de devolución de los créditos. En principio, un registro como el mencionado anteriormente puede atenuar tal tendencia. Por otro lado tales registros, al disminuir la importancia de la información que las entidades financieras poseen sobre sus propios clientes, pueden incrementar, en principio, la movilidad de los consumidores de crédito. Por lo demás, tales registros son idóneos para facilitar la entrada de nuevos competidores en el mercado.

En su debe se señala que, según la jurisprudencia en materia de acuerdos sobre intercambio de información, tales acuerdos son contrarios a las normas sobre la competencia en la medida en que debilitan o suprimen el grado de incertidumbre sobre el funcionamiento del mercado de que se trate, con la consecuencia de que restringen la competencia entre las empresas. En efecto, es inherente a las disposiciones sobre competencia del Tratado que todo operador económico debe determinar de manera autónoma la política que pretende seguir en el mercado común. De este modo, según esa misma jurisprudencia, tal exigencia de autonomía se opone a toda toma de contacto directo o indirecto entre operadores económicos susceptible, ya sea de influir en el comportamiento en el mercado de un competidor real o potencial, ya sea de desvelar a dicho competidor el comportamiento que se haya decidido o se pretenda seguir en el mercado, cuando estos contactos tengan por efecto u objeto abocar a condiciones de competencia que no se corresponderían con las condiciones normales del mercado de que se trate, teniendo en cuenta la naturaleza de los productos entregados o los servicios prestados, la importancia y el número de las empresas, así como el volumen de dicho mercado. No obstante, la referida exigencia de autonomía no excluye el derecho de los operadores económicos a adaptarse con habilidad al comportamiento que han comprobado o que prevén que seguirán sus competidores.

Por consiguiente, el TJCE considera que un Registro de estas características *per se* no constituye una amenaza para la competencia. Ahora bien, tampoco se puede llegar a la conclusión contraria, es decir, que nunca pueden llegar a constituir tal amenaza. Por tanto, para el TJCE, la compatibilidad de un sistema de intercambio de información, como el Registro, con las normas comunitarias sobre la competencia no puede apreciarse de manera abstracta. Esto le lleva a la conclusión de que, dado que los registros como el controvertido en el litigio principal no tienen por objeto, por su propia naturaleza, impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado común en el sentido del artículo 81 de la CE, apartado 1, incumbe al órgano jurisdiccional remitente comprobar si no producen tal efecto. A este respecto, procede subrayar que la apreciación de los efectos de los acuerdos o prácticas en relación con el artículo 81 de la CE implica la necesidad de tomar en consideración el marco concreto en el que se inscriben, especialmente el contexto económico y jurídico en el que operan las empresas afectadas y la naturaleza de los bienes o servicios contemplados, así como la estructura y las condiciones reales de funcionamiento del mercado o mercados pertinentes y las características propias de dicho Registro⁽¹⁰⁾. Pues bien, aunque el artículo 81 de la CE, apartado 1, no limita dicha apreciación únicamente a los efectos actuales, puesto que también deben tenerse en cuenta los efectos potencia-

⁽¹⁰⁾ Tales como, entre otras, su finalidad, las condiciones de acceso y de participación en el intercambio de información, así como la naturaleza de los datos intercambiados —pues estos pueden ser, por ejemplo, públicos o confidenciales, globales o detallados, históricos o actuales—, su periodicidad y su importancia para la fijación de los precios, los volúmenes o las condiciones de la prestación.

les del acuerdo o práctica de que se trate sobre la competencia dentro del mercado común, lo cierto es que un acuerdo no está comprendido en la prohibición del artículo 81 de la CE cuando sólo afecta al mercado de forma insignificante.

Pasa entonces el TJCE a examinar el caso concreto que nos ocupa.

A este respecto, en primer lugar, procede señalar que, cuando la oferta en un mercado se encuentra fuertemente concentrada, el intercambio de determinada información puede permitir, en función sobre todo del tipo de información intercambiada, que las empresas conozcan la posición y la estrategia comercial de sus competidores en el mercado, falseando así la rivalidad dentro de ese mercado e incrementando la probabilidad de una colusión, o incluso facilitándola. En cambio, cuando la oferta se encuentra atomizada, la difusión y el intercambio de información entre competidores pueden ser neutros, o incluso positivos, para el carácter competitivo del mercado. En el caso de autos, según el TJCE, consta que el órgano jurisdiccional remitente ha planteado su petición de decisión prejudicial “en un escenario de mercado atomizado”, extremo que a él corresponde verificar.

En segundo lugar, para que registros como el controvertido en el litigio principal no puedan desvelar la posición en el mercado ni la estrategia comercial de los competidores, es importante que no se revele la identidad de los acreedores, ni directa ni indirectamente. En el caso presente, del auto de remisión se desprende que el Tribunal de Defensa de la Competencia impuso a ASNEF-EQUIFAX, y ésta aceptó la condición de que la información relativa a los acreedores contenida en el Registro no pudiera divulgarse.

En tercer lugar, también es importante que tales registros sean accesibles a todos los agentes económicos activos en el sector pertinente de un modo que, tanto de hecho como de Derecho, no resulte discriminatorio. En efecto, en caso de no garantizarse tal accesibilidad, algunos operadores se verían desfavorecidos, puesto que dispondrían de menos información para evaluar el riesgo asumido, lo que tampoco facilitaría la entrada de nuevos agentes económicos en el mercado.

El TJCE estima que, aunque en las mencionadas condiciones tales sistemas puedan reducir la incertidumbre en cuanto al riesgo de incumplimiento por parte de los solicitantes de créditos, no pueden disminuir la incertidumbre en cuanto a los riesgos en relación con la competencia. Así, cada agente económico normalmente actuará de manera independiente y autónoma a la hora de adoptar un determinado comportamiento, teniendo en cuenta los riesgos que presenten dichos solicitantes. Contrariamente a lo que alega AUSBANC, de la mera existencia de tal intercambio de información no puede inferirse automáticamente que éste conducirá a un eventual comportamiento colectivo contrario a la competencia, como, por ejemplo, el boicoteo de determinados prestatarios potenciales.

Finalmente, el TJCE se planteó la posible aplicación del artículo 81 de la CE, apartado 3, en el caso, únicamente, de que el órgano jurisdiccional remitente constata-

se que, en este asunto existía de verdad una restricción de la competencia en el sentido del apartado 1 del citado precepto y que ello resultara necesario para resolver el litigio principal. A este respecto el Alto Tribunal señala que la aplicabilidad de la exención prevista en el artículo 81 de la CE, apartado 3, está supeditada a los cuatro requisitos acumulativos que enuncia dicha disposición. Es preciso, en primer lugar, que la práctica colusoria contribuya a mejorar la producción o la distribución de los productos o servicios, o a fomentar el progreso técnico o económico; en segundo lugar, que se reserve a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante; en tercer lugar, que no imponga a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables, y, en cuarto lugar, que no se ofrezca a dichas empresas la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos o servicios de que se trate. Señala que consta en autos, y especialmente en la segunda cuestión planteada por el órgano jurisdiccional remitente, que mediante ésta se pretende obtener una respuesta del Tribunal de Justicia en lo relativo al segundo de los requisitos mencionados, el cual establece que deberá reservarse a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante del acuerdo, decisión o práctica de que se trate. En efecto, dicho órgano jurisdiccional se interroga, en lo esencial, sobre la cuestión de si, en el supuesto de que no todos los usuarios se beneficien del Registro, podría resultar aplicable a éste, no obstante, la exención prevista en el artículo 81 de la CE, apartado 3. Además de tener los efectos potenciales expuestos antes, los registros como el controvertido en el litigio principal pueden contribuir a evitar situaciones de endeudamiento excesivo de los consumidores de crédito, así como, en principio, generar globalmente una mayor disponibilidad de crédito. En el supuesto de que el Registro restringiera la competencia en el sentido del artículo 81 de la CE, apartado 1, estas ventajas económicas objetivas podrían compensar los inconvenientes de tal restricción eventual, extremo que incumbiría verificar, en su caso, al órgano jurisdiccional remitente.

Es cierto que, tal como sugiere AUSBANC, no cabe excluir en principio que, debido a la existencia de tales registros, determinados solicitantes de crédito se vean obligados a soportar tipos de interés más elevados o se encuentren, incluso, con que se les deniegue el crédito. No obstante, según el TJCE, y sin que resulte necesario pronunciarse sobre la cuestión de si tales solicitantes se beneficiarían de todos modos de un eventual efecto de disciplina en materia de crédito o de una protección contra el endeudamiento excesivo, la mencionada circunstancia no impide por sí misma que se cumpla el requisito de que se reserve a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante. En efecto, con respecto al artículo 81 de la CE, apartado 3, lo que debe tenerse en cuenta es el carácter favorable de la incidencia sobre el conjunto de los consumidores en los mercados pertinentes, y no la incidencia sobre cada miembro de esa categoría de consumidores. Por último, el TJCE señala asimismo que registros como el controvertido en el litigio principal pueden generar, si se dan las condiciones propicias, una mayor disponibilidad de crédito, incluso para aquellos solicitantes cuyos tipos de interés podrían resultar excesivos en caso de que los acreedores no tuvieran un conocimiento adecuado de su situación personal.

Aplicando esta doctrina del TJCE al caso el TS saca las siguientes conclusiones⁽¹¹⁾:

No hay duda, por tanto, de la aplicación del artículo 81 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (RCL 1999\1205 ter), bien sea de forma directa, bien por vía de interpretación, dado que los artículos 1 y 3 de la LDC (RCL 1989\1591) responden a los mismos criterios que los de aquel precepto. Partiendo de estas consideraciones, procede analizar si la creación del Registro de Información de Crédito es o no contraria al artículo 1 de la LDC, en paralelo con el artículo 81 del Tratado. En efecto, en primer lugar la información está abierta a cualquier persona jurídica, y aunque en la práctica la van a utilizar sólo las entidades financieras, éstas son lo suficientemente numerosas (Bancos, Cajas de Ahorro, etc.), como para que pueda concluirse, sin ningún género de dudas, que se trata de un mercado atomizado, como así se calificó en la cuestión que esta Sala dirigió al Tribunal de Justicia. En segundo término, no existe hecho alguno que permita concluir que los datos relativos a los acreedores vayan a ser revelados, y, por el contrario, en los ficheros que constan presentados en el expediente sólo figura el tipo de la entidad, pero excluye expresamente su razón social, sin que con carácter general éste sea comunicado. En último término, no existe restricción de acceso al fichero de entidades que actúen en el sector que podrán obtener los datos previo pago de la correspondiente cuota en condiciones no discriminatorias. Particularmente, resultan significativos y precisos los pronunciamientos del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas expuestos en la sentencia de 23 de noviembre de 2006, sobre la naturaleza y caracterización del Registro de Información de Crédito

(11) Con carácter previo advierte el TS que la primera cuestión que debe resolver es la aplicación a este caso de la normativa europea y de los criterios de la indicada sentencia del TJCE, habida cuenta de que el Registro parece tener, en principio, un ámbito exclusivamente nacional. El TS recuerda que en su sentencia de 25 de septiembre de 2007 [RC 2171/2002 (RJ 2007\6306)], el propio Tribunal resuelve la cuestión cuando señala que «una práctica colusoria que se extiende a todo el territorio de un Estado miembro tiene por efecto consolidar compartimentaciones de carácter nacional y obstaculiza de este modo la interpenetración económica perseguida por el Tratado CEE». Añade más adelante: «En el caso presente, consta en autos que el Registro está abierto, en principio, a toda entidad que opere en el sector de las actividades de préstamo y de crédito, a saber, un amplio abanico de empresas con los perfiles más diversos. A diferencia del CIR, gestionado por el Banco de España, el Registro no ha previsto umbrales mínimos, de manera que la información sobre el crédito que figura en el mismo versa sobre un número de operaciones de crédito mayor que el de las operaciones contenidas en el CIR. Además, la información que emana del Registro se transmite por vía informática, es decir, de una manera más eficaz que la información que facilita el CIR. Por consiguiente, la posibilidad de tener acceso al Registro y las condiciones exigidas al respecto pueden revestir una importancia nada desdeñable para la opción de las empresas establecidas en Estados miembros distintos de España de ejercer o no sus actividades en este último Estado. Según reiterada jurisprudencia, y tal como se desprende del apartado 34 de la presente sentencia, el artículo 81 de la CE apartado 1, no exige que las prácticas colusorias contempladas en dicha disposición hayan afectado de manera sensible a los intercambios comerciales intracomunitarios, pero sí requiere que se demuestre que dichas prácticas pueden tener tal efecto (en este sentido, véanse las sentencias de 1 de febrero de 1978, Miller/Comisión, 19/77, Rec.p.131, apartado 15; de 17 de julio de 1997 (TJCE 1997\167), Ferriere Nord/Comisión, C-219/95 P, Rec. p. I-4411, apartado 19, así como Bagnasco y otros (TJCE 1999\3), antes citada, apartado 48)». En la sentencia de 2006 el Abogado General Geelhoed (puntos 33 y ss. de sus conclusiones) va a considerar que el Registro es susceptible de afectar el comercio intracomunitario por dos motivos: a) parece destinado a ser aplicado en todo el territorio español, y b) el sector financiero opera cada vez más a escala transfronteriza.

controvertido, que, aunque implica una forma de cooperación entre competidores, al facilitar el intercambio de información disponible sobre la solvencia de los peticionarios de créditos, que incide en la actividad crediticia, no tiene como finalidad esencial impedir, restringir o falsear la competencia en el contexto de un marco concreto de mercado atomizado, no oligopolístico ni excesivamente concentrado, porque no obstaculiza que los operadores del sector financiero determinen de manera autónoma e independiente sus políticas de concesión de créditos, al no permitir desvelar las estrategias comerciales, y promueve una mejora de la oferta de crédito, al reducir el porcentaje de incumplimiento de los prestatarios, mejorando el funcionamiento del sistema económico —como ya había reconocido el Banco de España en su Informe de 1 de octubre de 1998, al estimar que no sólo beneficia a las Entidades prestatarias, sino que colabora a fomentar la solvencia general del sistema crediticio, un bien público que recibe la tutela del Estado—, beneficia a los consumidores de créditos al minorarse el coste del crédito para todos, incrementar la movilidad para obtener mejores condiciones crediticias y contribuir a evitar situaciones de endeudamiento excesivo de los particulares y las familias⁽¹²⁾.

II. COMENTARIO

1. El control judicial de la discrecionalidad

Hemos visto cómo el primer argumento del recurrente se basaba en subrayar el papel revisor de la Jurisdicción Contencioso-administrativa, papel que le llevaba a la conclusión de que la Audiencia Nacional no podía entrar a juzgar este litigio. Hay que advertir que el Abogado del Estado llegará a la misma conclusión con distinta argumentación o base de forma más moderada, al fundar el primer motivo de casación al amparo del artículo 88.1.d) de la Ley reguladora de la jurisdicción Contencioso-Administrativa, por infracción de las normas del ordenamiento jurídico y de la jurisprudencia que resultaren aplicables para resolver las cuestiones objeto de debate, en la consideración de que la Sala de instancia había infringido el artículo 3 de la Ley de Defensa de la Competencia al proceder a sustituir las apreciaciones del Tribunal de Defensa de la Competencia por las suyas propias, en contradicción con la jurisprudencia del TS que, en relación con el control de la discrecionalidad técnica, expresa que «la jurisdicción no puede sustituir el criterio de la Administración por el simple hecho de que considere que hubo una defectuosa evaluación del mérito de que se trate»; doctrina que ha sido ratificada por el Tribunal Constitucional.

Ya hemos visto cómo el TS rechaza estos planteamientos, en nuestra opinión de forma bastante acertada.

(12) El Abogado General Geelhoed ya había señalado que una estimación más exacta de los riesgos puede traducirse en una disminución general del coste de las operaciones de crédito, lo que generalmente redundaría en beneficio de los consumidores. Pero un mejor conocimiento del riesgo puede dar lugar a una distinción entre los buenos deudores (menos riesgo, luego intereses más bajos) y los malos deudores (que deberán pagar más o a los que podrá denegárseles el crédito). No obstante, no es necesario que todos y cada uno de los consumidores se beneficien de dicha práctica. Lo que importa es que la incidencia global sobre los consumidores sea beneficiosa. Ver puntos 62 y 63 de sus conclusiones.

Antes hay que reconocer que es bien sabido que el control jurídico de la actividad económica siempre ha sido una tarea complicada. Las decisiones en materia de intervención económica adoptadas por las autoridades administrativas implican en la mayoría de las ocasiones la realización de un juicio técnico donde es inevitable reconocer al que decide un margen de discrecionalidad o de maniobra muy amplio.

En nuestro ámbito jurídico todos recordaremos el más que polémico caso RUMASA. Saber si la decisión del Gobierno de expropiar un holding en crisis era o no imprescindible o necesaria para garantizar la estabilidad del sistema financiero español era, evidentemente, muy difícil de demostrar, si se me permite la expresión, matemáticamente. Es decir, ante una normativa que no preveía expresamente el supuesto de expropiación de holdings y ante una situación probada de crisis económica de RUMASA, era perfectamente posible tanto argumentar que la polémica decisión del Gobierno servía para evitar un daño a esa estabilidad financiera nacional ⁽¹³⁾, como argumentar lo contrario, afirmando que el mantenimiento de esa estabilidad era una excusa muy vaga como para realizar una intervención tan incisiva en un derecho fundamental como el de propiedad ⁽¹⁴⁾.

En el ámbito comunitario es bien conocida la jurisprudencia del TJCE según la cual, si bien el órgano jurisdiccional comunitario ejerce de modo general un control completo sobre si concurren o no las condiciones de aplicación de las disposiciones sobre la competencia de los Tratados de la CE y CECA, el control que ejerce sobre valoraciones económicas complejas hechas por la Comisión se limita necesariamente a comprobar si se respetaron las normas de procedimiento y de motivación, así como la exactitud material de los hechos, la falta de error manifiesto de apreciación y de desviación de poder ⁽¹⁵⁾.

Con todo esto lo que queremos decir en primer lugar es que en materia de control económico, como el que hace el TDC al juzgar si determinada actuación es o no una práctica contraria a la competencia, la Administración realiza un juicio técnico donde la discrecionalidad del órgano o ente administrativo es amplia. Más que en ningún otro ámbito, es difícil o impensable conseguir que el legislador lo pueda prever todo. Al contrario, en este terreno el juicio caso por caso es fundamental.

⁽¹³⁾ Excusa que sirvió como causa justificativa de la expropiación del holding, al tratarse de un gran holding se presumía que iban a generarse problemas de despidos, ruina de accionistas e inversores, mala imagen del país en los mercados financieros internacionales, crisis bursátil, etc.

⁽¹⁴⁾ Máxime cuando era posible imaginar alternativas de intervención casi tan eficaces y menos traumáticas que una expropiación urgente y por vía de Decreto-Ley prescindiendo de las garantías legales existentes. Ver STC 6/1991.

⁽¹⁵⁾ Véanse, en este sentido, por lo que respecta al artículo 85 del Tratado de la CE (actualmente artículo 81 de la CE), las sentencias de 11 de julio de 1985, Remia y otros/Comisión, 42/84, Rec. p. 2545, apartado 34, y de 17 de noviembre de 1987, BAT y Reynolds/Comisión, asuntos acumulados 142/84 y 156/84, Rec. p. 4487, apartado 62.

Ahora bien, que esa amplia discrecionalidad exista y que no nos quede más remedio que convivir con ella⁽¹⁶⁾ no significa que el juez no pueda entrar a controlar nada, tal y como casi venía a argumentar el recurrente. Efectivamente, ha sido un acierto de la Sentencia del TS el rechazar tanto el argumento de la falta de jurisdicción como el argumento de que la discrecionalidad técnica impedía a la Audiencia Nacional entrar a juzgar la decisión del TDC. Y es que, aunque sea cierto que en materia económica la Administración está investida de un amplio poder discrecional y que el art. 71.2 de la LJCA prohíbe a los órganos jurisdiccionales del Contencioso determinar el contenido discrecional de los actos anulados, no lo es menos que la discrecionalidad no constituye, si se me permite la expresión, una patente de corso. El Tribunal Constitucional (al hilo de las dispuestas surgidas para valorar el ejercicio de la discrecionalidad por los Tribunales de Oposiciones y Concursos), en su Sentencia de 14 de noviembre de 1991⁽¹⁷⁾, nos recuerda que el juicio discrecional es controlable en la medida en que puede chocar con los principios de igualdad y de mérito y capacidad para el acceso a las funciones públicas, consagrados en los artículos 23.2 y 103.3 de la Constitución⁽¹⁸⁾. Esto ocurre cuando la decisión discrecional constituye una «*manifiesta arbitrariedad*» o ampara una solución «*manifiestamente equivocada*»⁽¹⁹⁾. Esta última equivocación puede ser fáctica (es decir, a la hora de valorar los hechos) o jurídica (a la hora de aplicar el Derecho). Por tanto, es evidente que el Tribunal puede entrar a

⁽¹⁶⁾ Sobre la discrecionalidad la bibliografía que se podría citar sería muy extensa. Véase, por todos el ya clásico trabajo de BELTRÁN DE FELIPE, M., *Discrecionalidad administrativa y Constitución*, Tecnos, Madrid, 1995. En cuanto a la discrecionalidad técnica véase, igualmente por todos, DESDENTADO DAROCA, E., *Los problemas del control judicial de la discrecionalidad técnica*, Madrid, 1997.

⁽¹⁷⁾ Ver RTC 1991/215. Ver también sentencias de 28 de enero de 1992 RJ 1992/110 y de 23 de febrero de 1993, RJ 1993/4956.

⁽¹⁸⁾ Así lo hace para matizar las potestades revisoras de aquellas Comisiones, lo que lleva a la sentencia a esforzarse en distinguir entre «el núcleo material de la decisión técnica», reservado en exclusiva a las Comisiones juzgadoras, y sus aledaños, constituidos por la verificación de que se haya respetado la igualdad de condiciones de los candidatos y de los principios de mérito y capacidad de los mismos en el procedimiento de adjudicación de las plazas.

⁽¹⁹⁾ En la sentencia citada, el TC apunta lo siguiente en relación con la valoración técnica del Tribunal de la Oposición o Concurso: «Todas estas consideraciones nos permiten aproximarnos a la idea de que —cualquiera que sea la materia sobre la que versen las pruebas— solamente en los supuestos en que sea evidente el error padecido por la Comisión al calificar como correcta o incorrecta una respuesta, de modo que sea realmente inaceptable, con arreglo a los criterios de la sana crítica, admitir la tesis de la Comisión determinante de aquella valoración, resulte permisible que con todas las cautelas y atendiendo a una casuística muy estricta, los Tribunales de Justicia puedan llegar a la conclusión de que los órganos administrativos no han tenido en cuenta manifiestas condiciones de mérito del partícipe en los concursos u oposiciones o bien que han computado favorablemente contestaciones manifiestamente equivocadas, siendo el caso más claro en este sentido el que se daría en el supuesto de operaciones matemáticas o de habilidades comprobables numéricamente, respecto a cuyo resultado quedase perfectamente acreditado la solución errónea tenida por buena por la Comisión o, a la inversa, la acertada que hubiese sido rechazada».

juzgar si la Administración ha hecho o no un buen uso de su discrecionalidad y, por eso, la decisión administrativa puede llegar a ser ilegal y anulada por la Justicia.

En el caso concreto que estamos examinando es evidente que existen una serie de cuestiones fácticas y jurídicas susceptibles de control. Entre las primeras destacar que es perfectamente controlable con base en la realidad de los hechos si en el mercado afectado presuntamente por la restricción existe o no un oligopolio, si el Registro está o no abierto a todos los interesados, si ha habido o no reuniones entre las empresas interesadas o si la información intercambiada es detallada, frecuente y actual o no lo es. En cuanto a las segundas, es claro que un sistema de intercambio de información, *per se*, no puede ser considerado ilegal, con lo que el ente administrativo que controla la competencia debe motivar que por su diseño restringe la competencia.

2. Sobre si el sistema de intercambio de información sobre el crédito restringe la competencia

En cuanto a la segunda cuestión, aquí la conclusión del TS va a ser la contraria, es decir, se va a estimar el recurso por entender que la sentencia impugnada incurre en un error jurídico al aceptar que este tipo de sistema es, *per se*, contrario a la legalidad por constituir una restricción a la competencia⁽²⁰⁾:

Desde luego, el problema que presenta la existencia de sistemas o acuerdos de intercambio de información entre empresas no es nuevo ni en la práctica de la Comisión ni en la jurisprudencia del Tribunal de Primera Instancia (en lo sucesivo TPI) y del TJCE. Y es que en un mercado oligopolístico fuertemente concentrado la acumulación sistemática de información permite conocer la posición en el mercado y las estrategias comerciales de los competidores. Para el TJCE, los criterios de coordinación y cooperación constitutivos de una práctica concertada, lejos de exigir la elaboración de un verdadero «plan», deben interpretarse a la luz de la lógica inherente a las disposiciones sobre competencia de los Tratados de la CE y CECA, según la cual todo operador económico debe determinar autónomamente la política que pretende seguir en el mercado común y las condiciones que pretende reservar a sus clientes. Esa cooperación permite conocer la actuación de cada empresa en oligopolios reducidos. Con todo, el Abogado General Geelhoed en el asunto de 2006 antes citado va a apuntar⁽²¹⁾ que la difusión y el intercambio de información entre los competidores y la creación de un mercado transparente pueden ser neutros o incluso positivos para la estructura competitiva del mercado. Aclara que es público y notorio que asociaciones de empresas recaban regularmente información sobre los precios, los rendimientos, la capacidad y las inversiones con el fin de distribuirla a sus miembros, que pueden utilizarla para organizar su propia estrategia.

(20) Sobre la noción de restricción a la competencia puede verse: WAELBROECK, M., *Droit économique des Communautés Européennes*, 4.^a ed. PUB, Bruselas, 1993-1994, pp. 91 y ss.

(21) Ver punto 40 de sus conclusiones.

La Comisión acepta en principio los sistemas de intercambio de información según su Comunicación relativa a los acuerdos, decisiones y prácticas concertadas relativos a la cooperación entre empresas, publicada el 29 de julio de 1968⁽²²⁾, en donde fija los límites que no deben traspasar las empresas al participar en estos acuerdos de intercambio de información. En el apartado 1 del punto II de esta Comunicación de 1968 la Comisión destaca que los acuerdos cuyo único objetivo sea conseguir en común aquellas informaciones que las empresas precisan para determinar autónoma e independientemente su futuro comportamiento en el mercado, o recurrir individualmente a un organismo consultivo común, no tienen por objeto o efecto restringir la competencia. Pero si la libertad de acción de las empresas queda limitada, o si su comportamiento en el mercado se coordina, bien expresamente, bien mediante prácticas concertadas, puede haber una restricción de la competencia. Según la Comisión, este es el caso en particular, cuando se hacen recomendaciones concretas, o cuando se fijan conclusiones de forma que provocan, por parte de al menos un sector de las empresas participantes, un comportamiento uniforme en el mercado. Para el ejecutivo comunitario el intercambio de informaciones puede tener lugar entre las empresas mismas o por medio de un organismo tercero. Sin embargo, la Comisión reconoce que la distinción entre informaciones neutras desde el punto de vista de la competencia y comportamientos restrictivos de ésta es especialmente difícil en los casos en que esos organismos están encargados de registrar los pedidos, las cifras de negocios, las inversiones y los precios, de manera que, por regla general, no es posible admitir sin más que el apartado 1 del art. 85 del antiguo Tratado CEE o del art. 65 del Tratado CECA no les son aplicables. Por eso, la institución comunitaria advertía ya en este documento de 1968, palabras que luego fueron confirmadas por la realidad de los hechos, como vamos a ver ahora mismo, que una restricción de la competencia puede producirse, en particular, en un mercado oligopolístico de productos homogéneos.

Y es que un mecanismo de intercambio de información que en principio puede no afectar a la competencia presenta un riesgo evidente para la competencia entre empresas. De hecho, con el tiempo el ejecutivo comunitario adoptará al respecto a lo largo del tiempo una serie de Decisiones en el marco del Tratado de la CE⁽²³⁾.

El carácter contrario a la competencia de los sistemas de intercambio de información fue reconocido en principio por el TPI y el TJCE en las sentencias «Celulosa»⁽²⁴⁾-

(22) Ver DO C 75, p. 3; EE 08/01, p. 117; en lo sucesivo, «Comunicación de 1968».

(23) Ver Decisión 87/1/CEE, de 2 de diciembre de 1986, relativa a un procedimiento en virtud del artículo 85 del Tratado CEE (IV/31.128-Ácidos grasos); DO 1987, L 3, p. 17; en lo sucesivo, «Decisión sobre ácidos grasos», y Decisión 92/157/CEE, de 17 de febrero de 1992, relativa a un procedimiento de aplicación del artículo 85 del Tratado CEE (IV/31.370 y 31.446 - UK Agricultural Tractor Registration Exchange); DO L 68, p. 19; en lo sucesivo, «Decision UK Agricultural Tractor Registration Exchange».

(24) Ver Sentencia de 31 de marzo de 1993, Ahlström Osakeyhtiö y otros contra Comisión de las Comunidades Europeas, As. ac. C-89/85, C-104/85, C-114/85, C-116/85, C-117/85 y C-125/85 a C-129/85, Rec. p. I-1307. En este asunto la Comisión acusó a varias empresas productoras de pasta de madera de participar en un intercambio de informaciones individualizadas en materia de precios en el marco de una asociación empresarial, al crear un sistema de anuncios trimestrales de los precios.

y «Tractores»⁽²⁵⁾. Con arreglo a esta última jurisprudencia relativa al mercado de tractores, el TPI y el TJCE establecieron que un acuerdo de este tipo es contrario a las normas sobre la competencia en la medida en que debilita o suprime el grado de incertidumbre sobre el funcionamiento del mercado de que se trata, con la consecuencia de que restringe la competencia entre las empresas⁽²⁶⁾. De ello resulta también que el comportamiento reprochado a la demandante no entraba dentro del ámbito del apartado 1 del punto II de la Comunicación de 1968 que, según su propio tenor, no se aplica a los intercambios de información que reduzcan la autonomía de decisión de los participantes o puedan facilitar un comportamiento coordinado en el mercado. Por otra parte, en el caso de autos se trataba de un intercambio de datos individualizados, en el contexto de un mercado oligopolístico de productos homogéneos, que tendía a la compartimentación de los mercados con referencia a los flujos habituales. En lo que respecta, en particular, a la Decisión UK Agricultural Tractor Registration Exchange, recordaron que tanto el TPI como el TJCE estimaron que, en un mercado oligopolístico fuertemente concentrado, el intercambio de información puede permitir a las empresas conocer la posición en el mercado y las estrategias comerciales de sus competidores y, de este modo, alterar sensiblemente la competencia subsistente entre los operadores económicos.

El 2 de octubre de 2003 el TCJE vuelve a abordar la cuestión en su Sentencia Thyssen Stahl AG contra Comisión⁽²⁷⁾, al conocer un recurso de casación contra una Sentencia del TPI⁽²⁸⁾. En esta ocasión el litigio surgió como consecuencia de la Deci-

(25) Ver sentencias del TPI de 27 de octubre de 1994, Fiatagri y New Holland Ford/Comisión, T-34/92, Rec. p. II-905, y Deere/Comisión, T-35/92, Rec. p. II-957, así como las sentencias del TJCE de 28 de mayo de 1998, Deere/Comisión, C-7/95 P, Rec. p. I-3111, y New Holland Ford/Comisión, C-8/95 P, Rec. p. I-3175. En el sector de los tractores agrícolas, los fabricantes e importadores decidieron crear un sistema de información denominado «UK Agricultural Tractor Registration Exchange» que permitiese conocer las ventas de los distintos fabricantes, así como las ventas y las importaciones de los concesionarios. La aplicación de este acuerdo se suspendió en 1988, pero en 1990 algunas de las empresas participantes en él, entre las que se encontraba John Deere (protagonista del litigio posterior), concluyeron un nuevo acuerdo de divulgación de información, denominado «UK Tractor Registration Data System». La organización de este sistema de intercambio de información corrió a cargo de la Agricultural Engineers Association Limited (AEA), asociación profesional abierta a todos los fabricantes e importadores de tractores agrícolas del Reino Unido, que en el momento de surgir el conflicto tenía cerca de doscientos miembros. La Comisión consideró que gracias a la información intercambiada las partes del acuerdo habían llegado a un acuerdo tácito para repartirse los territorios de venta, lo que llevó a un elevado nivel de precios, superior al que existiría de no existir dicho sistema, haciendo además más difícil las importaciones. Este acuerdo afectaba al comercio intracomunitario pues identificaba con detalle el volumen de ventas al por menor y las cuotas de mercado de los principales proveedores del mercado del Reino Unido, que cubrían el 88% del total.

(26) Véase, en particular, la sentencia del Tribunal de Justicia Deere/Comisión, antes citada, apartado 90.

(27) Ver Sentencia del TJCE de 2 de octubre de 2003, Thyssen Stahl AG contra Comisión de las Comunidades Europeas, As. C-194/99 P, Rec. I-10821 y ss.

(28) Ver Sentencia del TPI (Sala Segunda ampliada) de 11 de marzo de 1999, Thyssen Stahl AG contra Comisión de las Comunidades Europeas, Asunto T-141/94. Rec. 1999, página II-00347.

sión 94/215/CECA adoptada por la Comisión contra varios fabricantes europeos de vigas por haber infringido el Derecho comunitario en el ámbito de la CECA. En concreto, se les imponía una importante multa de 6.500.000 ecus por haber establecido de forma contraria a la competencia sistemas de intercambio de información y acuerdos de fijación de precios y de reparto de mercados. La recurrente afirmó que, en el caso de autos, el intercambio de información de que se trataba no tenía por objeto los precios, sino que tenía por objeto recoger datos estadísticos de las cantidades pedidas y entregadas. En principio, el efecto de tal intercambio era estimular la competencia. La recurrente añadía que, tal como declaró el propio TPI en el apartado 400 de la sentencia recurrida, las diez mayores empresas que participaron en el referido intercambio tan sólo cubrían dos terceras partes del mercado de vigas, lo que indicaba la existencia de una fuerte competencia entre numerosas empresas. Según la recurrente ello excluía, en todo caso, la hipótesis de una estructura oligopolística simple y, más aún, la de un mercado altamente concentrado.

La jurisprudencia Thyssen Stahl constituye un buen ejemplo para comprender hasta qué punto un sistema de intercambio de información entre empresas de un sector, en principio inocuo y bienintencionado, puede degenerar en un mecanismo al servicio de una práctica restrictiva de la competencia⁽²⁹⁾. En este caso, el TPI y el TJCE desgran los siguientes elementos a tener en cuenta:

1.º) El carácter de la información intercambiada: detallada o desglosando los datos distribuidos⁽³⁰⁾. El Abogado General Geelhoed en el asunto de 2006 antes citado

(29) En su respuesta de 19 de enero de 1998 a una pregunta escrita del TJCE, la Comisión alegó que los sistemas de información controvertidos no constituían una infracción autónoma del apartado 1 del artículo 65 del Tratado CECA, sino que formaban parte de infracciones más amplias que consistían especialmente en acuerdos de fijación de precios y de reparto de mercados. Señaló que en el presente asunto no sólo se trataba de un intercambio de información, sino también de la utilización de esa información para fines colusorios.

(30) En el asunto Deere la Comisión denunció el gran detalle de la información intercambiada (que llevaba a identificar los vehículos matriculados que cada competidor había vendido), que permitía a cada parte saber las posiciones y estrategias ocupadas por cada competidor. En el asunto Thyssen el recurrente alegó que, hasta enero de 1987, la política de la Comisión tendía al mantenimiento de los «flujos habituales» del comercio, término utilizado expresamente por los participantes. Así pues, el intercambio tendía a la compartimentación de los mercados con referencia a dichos flujos habituales. Este sistema funcionó durante los trimestres tercero y cuarto de 1990 y permitió a los miembros de la Walzstahl-Vereinigung disponer de cuadros desglosados por empresas cuando ya no recibían de la secretaría del Comité de vigas más que datos globales (véase el considerando 48 de la Decisión). En el considerando 267 de la Decisión, la Comisión consideró que las empresas interesadas fueron más allá de lo admisible en materia de intercambio de información por cuanto, en primer lugar, la información intercambiada sobre las entregas y los pedidos recibidos por cada empresa para su entrega en los diferentes mercados suele considerarse estrictamente confidencial, y, en segundo lugar, las cifras de pedidos se actualizaban todas las semanas y se distribuían rápidamente a los participantes, mientras que las cifras relativas a las entregas se distribuían poco después del final de cada trimestre. La Comisión dedujo de

va a apuntar⁽³¹⁾ que los datos agregados relativos al mercado son, en principio, legales, siempre que no permitan la identificación y el conocimiento de la estrategia comercial de un competidor aislado. Explica el Abogado General que determinar si el nivel de agregación permite o no conocer las estrategias de los competidores depende del número de competidores.

2.º) Su actualidad y frecuencia⁽³²⁾. El Abogado General Geelhoed en el asunto de 2006 antes citado va a apuntar⁽³³⁾ que un intercambio de datos estadísticos o históricos es, en general, menos problemático que un intercambio de datos recientes o futuros.

ello que, «de este modo, todas las empresas participantes disponían de información exhaustiva y detallada sobre las entregas que sus competidores proyectaban realizar y las entregas efectivas. Por consiguiente, las empresas podían conocer la estrategia que sus competidores pensaban seguir o habían seguido en el mercado y actuar en consecuencia». Para el TPI, los datos distribuidos, relativos a los pedidos y a las entregas de los participantes en los principales mercados de la Comunidad, estaban desglosados por empresas y por Estados miembros. Por tanto, permitían conocer la posición que ocupaba cada empresa en relación con la totalidad de las ventas efectuadas por los participantes, en todos los mercados geográficos de que se trataba. En relación con el intercambio de información individualizada sobre los pedidos y entregas, para saber si se infringía el apartado 1 del artículo 65 del Tratado, el recurrente manifestó en el asunto Thyssen que el supuesto de un operador económico informado, que dispusiese de datos sobre la producción, las entregas y los precios de sus competidores, constituía el supuesto normal en lo que se refería al Tratado CECA. Por tanto, el intercambio controvertido sirvió para realizar lo que el artículo 65 de dicho Tratado considera el juego «normal» de la competencia, concepto que, según él, supone la existencia de un mercado transparente.

(31) Ver punto 40 de sus conclusiones.

(32) En el asunto Deere la Comisión tuvo en cuenta la periodicidad frecuente del intercambio de los datos intercambiados. En el marco del caso Thyssen en respuesta a la alegación de la Comisión de que los efectos restrictivos de la competencia del intercambio controvertido fueron reforzados, especialmente, por el carácter actual de la información intercambiada, la demandante adujo que la propia Comisión incitó a las empresas a velar por la actualidad de las estadísticas. Además, para ella, la intención anticompetitiva que la Comisión pretendían poder inferir de la estructura oligopolística del mercado es, en cualquier caso, inherente al sistema del Tratado CECA. El TPI destacó que gracias a la actualidad y a la frecuencia de la comunicación de estos datos, las empresas podían seguir de cerca cada etapa de la evolución de las cuotas que los participantes poseían en los mercados en cuestión. Así pues, las cifras relativas a los pedidos para su entrega durante un trimestre determinado (control de los pedidos) eran recopiladas y distribuidas cada semana por la secretaría del Comité de vigas (considerando 40 de la Decisión). Asimismo, de los documentos señalados en el Anexo 1 de la Decisión se desprende que el tiempo que transcurría entre la fecha de referencia de un cuadro y aquella en la que éste se elaboraba o se ponía a disposición de las empresas era normalmente inferior a tres semanas. Del mismo modo, los cuadros de pedidos enumerados en el Anexo 1 de la Decisión, con una sola excepción (a saber, el cuadro citado en el punto 26 de dicho Anexo, cuya fecha es unos dos meses posterior al trimestre de referencia), se distribuían o bien antes del fin del trimestre de referencia, a veces incluso varias semanas antes, o bien algunos días después de éste. En cuanto a las cifras relativas a las entregas, se distribuían, en cualquier caso, menos de tres meses después del final de cada trimestre.

(33) Ver punto 42 de sus conclusiones.

3.º) El hecho de que tales datos únicamente se comunicaran a cierto número de productores, con exclusión de los consumidores y de los demás competidores⁽³⁴⁾. El Abogado General Geelhoed en el asunto de 2006 antes citado señala⁽³⁵⁾ que es importante que el sistema esté abierto a todos los operadores activos en el sector de que se trata. En caso contrario, perjudicaría a algunos de ellos, ya que los que no tienen acceso al sistema disponen de menos información para evaluar los riesgos comerciales, con lo que tampoco se facilita la entrada de nuevos operadores en el mercado.

4.º) El carácter homogéneo de los productos de que se trata. Cuanto más homogéneos mayor es el riesgo de que se limite la competencia mediante un acuerdo entre los productores interesados⁽³⁶⁾.

⁽³⁴⁾ En el caso *Ahlström Osakeyhtiö (Celulosa)* la información beneficiaba tanto a los productores como a los compradores. En el asunto *Deere* el TPI (tesis ratificada por el TJCE) puso de relieve que de los datos intercambiados se excluía a los fabricantes y consumidores. Además, los nuevos operadores que desearan entrar en el mercado siempre se iban a ver perjudicados con la existencia de ese sistema de intercambio de información pues, si no participaban en él, quedaba en peores condiciones que sus competidores, y si participaban, no podían desarrollar una estrategia comercial que sorprendiese a las empresas que ya operaban en el mercado al tener que dar cierta información. De todos modos, en el asunto *Thyssen*, añadió la demandante que el intercambio de información que se le reprochaba era compatible con el artículo 65 del Tratado, puesto que la Comisión fue informada y participó en él en el marco del artículo 46 de dicho Tratado, disponiendo y aplicando el sistema de vigilancia del mercado previsto por la Decisión n.º 2448/88 y exigiendo a las empresas información sobre pedidos y entregas. Para el TPI la totalidad de la cooperación de este modo caracterizada se limitaba únicamente a los productores que se habían sumado a ella, con exclusión de los consumidores y de los demás competidores. En general, la información distribuida era objeto de debates regulares en el Comité de vigas. Habida cuenta especialmente de los elementos que se resumían en el considerando 268 de la Decisión, parecía ser que hubo críticas con respecto a los niveles de pedidos que se estimaban excesivos (considerando 51) y a las entregas de los interesados, en particular a otros Estados miembros (considerandos 51, 53 y 60), si bien, en ciertos casos, se analizaron las entregas entre dos países o dos zonas (considerandos 53, 55 y 57). En este contexto, las empresas se remitían regularmente a las cifras del pasado (considerandos 51, 53, 57 y 58), utilizando a este respecto el término de «flujos habituales» (considerando 57). En dichos debates hubo amenazas por comportamientos juzgados excesivos (considerando 58) y, en varias ocasiones, las empresas indicadas trataron de explicar su comportamiento (considerandos 52 y 56). Por último, parece ser que la difusión de las cifras de las entregas servía también para detectar posibles diferencias respecto a los pedidos notificados (considerando 54). De esta manera, el control de las entregas reforzaba la eficacia del de los pedidos (véase el considerando 268 de la Decisión).

⁽³⁵⁾ Ver punto 50 de sus conclusiones.

⁽³⁶⁾ Señala el TPI en el asunto *Thyssen* que no se discutía que el intercambio se refería a productos homogéneos, de modo que la competencia por las características de los productos sólo tenía una importancia limitada. Además, la Comisión alegó que el mercado de vigas se distinguía del mercado de tractores en que los productos del primer mercado mencionado eran más homogéneos, lo que limitaba la competencia en virtud de las características de los productos. Por el contrario, las empresas recurrentes alegaban que la comparación del mercado de vigas con el de tractores no estaba justificada y que el criterio de la homogeneidad de los productos carecía de pertinencia en el caso de las vigas. En efecto, según la recurrente, en la Decisión que dio origen a las sentencias sobre los tractores (asunto *Deere* antes citado), la Comisión consideró los tractores como productos homogéneos, basándose en que cumplían las mismas funciones y eran compatibles con la gama completa de máquinas agrícolas que pueden acoplarse a un tractor. A su juicio, la estructura del mercado que fue objeto de dichas sentencias tenía un carácter excepcional del que carecía en el asunto de las vigas.

5.⁹) La estructura oligopolística del mercado, capaz de reducir por sí misma la competencia⁽³⁷⁾. El TPI supeditaba en su jurisprudencia sobre los tractores⁽³⁸⁾ expresamente el efecto positivo sobre la competencia de la transparencia entre los operadores económicos a la existencia de una atomización de la oferta en el mercado (lo que, según parece, no sucedía, según afirma, en el caso del mercado de vigas). Esta idea fue ratificada por el TJCE⁽³⁹⁾ al afirmar que la transparencia entre los operadores económicos fomenta, en un mercado verdaderamente competitivo, la intensificación de la competencia entre los proveedores, puesto que, en tal caso, la circunstancia de que un operador económico tenga en cuenta informaciones sobre el funcionamiento del mercado, de las que dispone gracias al sistema de intercambio de información, para adaptar su comportamiento en dicho mercado, no atenúa ni suprime para los otros operadores económicos, habida cuenta del carácter atomizado de la oferta, toda incertidumbre en cuanto al comportamiento previsible de sus competidores. Según el TJCE, no obstante, en un mercado oligopolístico fuertemente concentrado el intercambio de información puede permitir a las empresas conocer la posición de sus competidores en el mercado y su estrategia comercial y, de este modo, alterar sensiblemente la competencia subsistente entre los operadores económicos. En el asunto Thyssen el TJCE matiza⁽⁴⁰⁾ que, en contra de lo que afirma la recurrente, un sistema de intercambio de información puede constituir una infracción de las normas sobre la competencia aun cuando el mercado de que se trata no sea un mercado oligopolístico fuertemente concentrado. En efecto, la sentencia del TPI Deere/Comisión, antes citada, confirmada en este sentido por la sentencia del TJCE, Deere/Comisión, antes citada, declaró que el mercado de los tractores poseía dicho carácter. No obstante, las referidas sentencias tienen en cuenta un conjunto de criterios a este respecto, siguiéndose como único principio general en materia de estructura de mercado el de que la oferta no debe tener carácter atomizado, pues al no tenerlo tiene posibilidad de conocer las estrategias de sus competidores y actuar de común acuerdo. De ello se desprendía que, al adoptar como uno de los criterios de apreciación de la existencia de una restricción a la competencia el hecho de la constatación de una estructura oligopolística del mercado de que

(37) Sobre el concepto de oligopolio véase SAMUELSON, P.A. y NORDHAUS, W.D.: *Economía*, 12.ª ed, McGraw-Hill, México, 1986, pp. 616 y 646. Según estos autores, oligopolio significa pocos vendedores. En lo que respecta a la estructura del mercado, el TPI señala que, en 1989, diez de las empresas que habían participado en el sistema de control del Comité de vigas cubrían dos tercios del consumo aparente (considerando 19 de la Decisión). Ante tal estructura oligopolística del mercado, capaz de reducir por sí misma la competencia, era tanto más necesario proteger la autonomía de decisión de las empresas, así como la competencia residual.

(38) En este caso el TPI estimó (estimación ratificada por el TJCE) la existencia de un oligopolio muy cerrado y fuertemente concentrado al considerar la cuota de mercado de los principales operadores, la estabilidad de sus posiciones individuales, las fuertes barreras a la entrada al mercado y el grado suficiente de homogeneidad de los productos.

(39) Ver apartados 88 a 90 de la sentencia Deere/Comisión, antes citada.

(40) Ver asunto Thyssen citado, apartados 86 y 87.

se trataba, sin intentar demostrar que era un mercado fuertemente concentrado, el TPI no había infringido el artículo 65, apartado 1, del Tratado CECA, tal como ha de interpretarse a la luz de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia en materia de intercambio de información. El Abogado General Geelhoed en el asunto de 2006 antes citado va a apuntar ⁽⁴¹⁾ que es evidente que en un mercado oligopolístico las empresas tienen mayor tendencia a uniformizar su comportamiento. El intercambio de información puede entonces aumentar la probabilidad de una colusión. Por ello el intercambio de determinada información se considera ilegal en un mercado oligopolístico o en un mercado que, sin ser oligopolístico, adolezca de un elevado grado de concentración, pero no en un mercado verdaderamente competitivo (atomizado).

6.º) La información distribuida es objeto de debates regulares en el seno de una asociación o comité que reúne a los productores del sector ⁽⁴²⁾.

De todo ello se deduce que los sistemas de intercambio de información que reúnen estas condiciones reducen considerablemente la autonomía de decisión de los

(41) Ver punto 42 de sus conclusiones.

(42) En el asunto Deere existía, como hemos visto antes, la AEA, que se había constituido como un foro para el establecimiento de contactos donde se celebraban reuniones que, según la Comisión, desembocaba en una política de precios elevados. En este caso el recurrente alegó que esas reuniones eran esporádicas y para solventar cuestiones puramente administrativas. En el asunto Thyssen esas reuniones se producían en concreto en el Comité de Eurofer denominado «Comité de vigas», en el que se criticaba a determinadas empresas. A continuación, la Comisión afirma, en los considerandos 267 y 268 de la Decisión, que esa era la finalidad del intercambio, en la medida en que la información intercambiada se empleaba como base de los debates sobre flujos comerciales descritos en los considerandos 49 a 60 de la Decisión. Según la Comisión, las empresas examinaban las cifras cuidadosamente y comprobaban si las entregas se ajustaban a los pedidos notificados. En estos debates, las partes lograron un «alto grado de transparencia en sus relaciones». La Comisión añadía que, si se tratase de un intercambio limitado a cifras con un valor meramente histórico y sin repercusión alguna sobre la competencia, no se explicaría la celebración de tales debates. Por ello concluyó el TPI que de ello se deducía que la información que recibían las empresas en el marco de los sistemas controvertidos podría influir notablemente en su comportamiento, tanto porque cada empresa se sabía estrechamente vigilada por sus competidores como porque ella misma podía, en su caso, reaccionar al comportamiento de éstos, basándose en elementos netamente más recientes y más precisos que los que estaban disponibles por otros medios [cita la comunicación interna de Peine-Salzgitter de 10 de septiembre de 1990, citada en el considerando 59 de la Decisión de la Comisión, según la cual «el intercambio de cifras tan sólo globales carece (prácticamente) de valor para nosotros (opinión del grupo germano-luxemburgués el 30 de agosto de 1990), pues no permite hacer un seguimiento de la evolución del mercado de cada uno de los proveedores»]. Por esta misma razón, en el considerando 267 de la Decisión, la Comisión pudo estimar que este tipo de información normalmente se considera estrictamente confidencial. En contra de lo que afirmaba la demandante, el TPI estimó que tales datos, reveladores de cuotas de mercado muy recientes de los participantes, y no disponibles en el ámbito público, eran por su propia naturaleza datos confidenciales, como lo confirmaba el hecho de que sólo sobre una base recíproca las posibles empresas interesadas pudieran obtener los datos distribuidos por la secretaría (a este respecto se remite al considerando 45 de la Decisión).

productores participantes⁽⁴³⁾ sustituyendo los riesgos normales de la competencia por una cooperación práctica entre ellos⁽⁴⁴⁾.

En el asunto que nos ocupa, para finalizar, resulta interesante traer aquí a colación las explicaciones que aportó el Abogado General Geelhoed en el asunto de 2006 antes citado⁽⁴⁵⁾ para justificar la legalidad del Registro a la luz del Derecho comunitario de la competencia (por no tener por objeto restringir la competencia ni tener como efecto restringirla o falsearla):

1.º) Prácticamente en todos los países existe, de una manera u otra, un sistema de información sobre el crédito o registro gestionado por una institución pública, una entidad privada o una institución de naturaleza mixta. Su contenido es similar con datos de carácter negativo⁽⁴⁶⁾, neutro o positivo. Según explica, la motivación subyacente de un país al establecer o estimular un sistema de este tipo consiste en contribuir a evitar las situaciones de endeudamiento excesivo de los consumidores y en limitar los riesgos para los acreedores. Recuerda que en nuestro país ya existe un registro de información gestionado por el Banco de España. De este modo ambos registros parecen contener los mismos datos, y se diferencian sólo en que el Registro litigioso es un registro en línea (es decir, que la información se transmite por vía informática, por tanto, más rápidamente) y contiene también umbrales mínimos e información sobre los beneficiarios de pequeños créditos.

2.º) La identidad del acreedor no se revela ni directa ni indirectamente a las empresas que tienen acceso al Registro, pues de lo contrario sería posible conocer la posición o la estrategia comercial de los competidores.

3.º) El Registro está abierto a todos los interesados, con lo que no se trata de excluir a determinada categoría de clientes. A este respecto se apunta que participan en él entidades y operadores del sector financiero de muy diverso tamaño y cobertura (bancos, cajas de ahorro, inmobiliarias, sociedades de renting y leasing de vehículos automóviles, grandes superficies, pequeños establecimientos comerciales, etc.).

4.º) El fin del Registro no es fijar un tipo de interés común, sino limitar los riesgos (gestión del riesgo). Explica el Abogado General que ello está ligado al carácter diverso de la información que las entidades de crédito pueden obtener de sus clientes potenciales. Estima que un sistema de este tipo puede conllevar un efecto

(43) En el caso que nos ocupa la autonomía se manifiesta en el hecho de que cada entidad crediticia base sus decisiones en la capacidad máxima de riesgos y en función de su respectiva política comercial.

(44) En el asunto Thyssen se destacó que en el considerando 269 de la Decisión, la Comisión estimó que las partes crearon de este modo un «sistema de solidaridad y cooperación destinado a coordinar [sus] actividades comerciales» y que, por tanto, «renunciaron a los riesgos normales de la competencia en favor de la cooperación práctica, lo que dio lugar a condiciones de competencia distintas de las que se encontrarían en una situación normal de mercado».

(45) Ver punto 45 y ss. de sus conclusiones.

(46) En los que figuran los deudores que presentan riesgos particulares o malos pagadores.

positivo sobre la gestión de los riesgos ligados a dicha actividad económica. En este contexto subraya que la jurisprudencia no prohíbe toda eliminación de la incertidumbre, sino solamente de determinadas incertidumbres, en particular la relativa al comportamiento de los competidores en el mercado. Ahora bien, la incertidumbre de que se trata es la relativa a la solvencia de un cliente⁽⁴⁷⁾. Recuerda el Abogado General que la actividad de crédito consiste en poner a disposición de un tercero un capital a cambio de una remuneración (el interés). El interés está especialmente en función del riesgo ligado a la posibilidad de que la otra parte no ejecute correctamente las obligaciones que le incumben. La remuneración que la institución financiera pretende obtener estará compuesta, en parte, por una prima de seguros frente al riesgo de incumplimiento. La inexistencia de información sobre dicho riesgo genera un problema de disparidad de información. En un caso así, es imposible evaluar correctamente el riesgo y por ello la tendencia general es aplicar el mismo precio a todos los deudores, un precio demasiado elevado para la categoría con menor riesgo de incumplimiento.

(47) Hay que advertir que la Abogada General Stix-Hackl en el asunto Thyssen resuelto por el TJCE había señalado en el punto 118 de sus conclusiones que el carácter contrario a la competencia de determinados sistemas de intercambio de información no se desprendía, *a priori*, de que dicha información redujese la autonomía de decisión. Esto caracterizaba más bien a los acuerdos o prácticas concertadas de carácter tradicional. Explicaba que el carácter contrario a la competencia de tal sistema radicaba más bien en el hecho de que eliminaba otra característica igualmente esencial de la actividad empresarial: el riesgo derivado de la incertidumbre. Indicaba que la autonomía de decisión y el riesgo derivado de la incertidumbre eran dos características diferentes del modelo ideal de competencia, aunque era cierto que ambas podían influirse entre sí, ya que en determinados contextos económicos estaba claro que la eliminación de la incertidumbre también puede afectar a la autonomía de decisión, por ejemplo, al ejercer presión en relación con un determinado comportamiento en el mercado. Sin embargo, no tiene por qué ser así, y la jurisprudencia del TJCE en las sentencias Tractores considera que la reducción de la competencia mediante determinados sistemas de intercambio de información se debe precisamente al mero hecho de que se reduzca el riesgo derivado de la incertidumbre inherente al modelo ideal de competencia.

LA OPOSICIÓN DE EXCEPCIONES POR RECLAMACIÓN INDEBIDA EN LAS GARANTÍAS AUTÓNOMAS A PRIMERA DEMANDA

(La STS de la Sala de lo Civil de 1 de octubre de 2007 como excusa)

FERNANDO SACRISTÁN BERGIA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Rey Juan Carlos
Abogado*

RESUMEN

La Sentencia del Tribunal Supremo de 1 de octubre de 2007 aborda de nuevo el tema de los límites a la autonomía en las garantías autónomas a primera demanda, y la posibilidad de oponer a la reclamación del pago excepciones que tengan relación con la obligación principal. Esta sentencia nos sirve de excusa para plantear una aproximación al estudio de la accesoriidad de las garantías autónomas, en relación con el problema de la causa del contrato, y la cuestión de los límites a la renuncia a oponer excepciones formulada por el garante.

Palabras clave: *Garantías autónomas, causa del contrato, oposición de excepciones, reclamación indebida.*

ABSTRACT

The Supreme Court's decision of October 1st, 2007 deals with the limits to the autonomy of Demand Guarantees and the possibility for the Guarantor to oppose exceptions related to the underlying transaction. This judgment provides an opportunity to study the independence of demand guarantees and the limits to the Guarantor's waiver to oppose exceptions to the beneficiary's unfair claims.

Keywords: *Demand guarantees, independence, oppose exceptions, unfair claims.*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—1. El 2 de septiembre de 1996 Productos Cosméticos, SA (fabricante de los productos Wella) suscribió con Diarphone, SA, un contrato en el que se acordaba que ésta realizaría la distribución de los teléfonos móviles que la primera tenía previsto realizar entre sus clientes más importantes como campaña publicitaria.

2. Dresdner Bank AG, Sucursal en España, suscribió aval («ejecutable a primera demanda o solicitud, bastando para ello el mero requerimiento notarial a la entidad avalista, dándole cuenta del incumplimiento en que haya incurrido la empresa avalada»), solidariamente con Productos Cosméticos, SA, en concepto de fianza para responder de las obligaciones de pago que Diarphone, SA, adquiriese con los proveedores CM Móviles, SA, y Payma Móviles, SA, para la compra de teléfonos móviles de la promoción Wella, hasta el 31 de diciembre de 1996. Dicho documento de garantía tendría vigor hasta el día 28 de diciembre de 1996 en que se derogaría y perdería validez.

3. Payma Móviles, SA y CM Móviles, SA interpusieron demanda contra la entidad bancaria, alegando que Diarphone tiene un saldo deudor de 15.012.649 ptas. (en total) frente a las mismas por operaciones impagadas de compra de teléfonos móviles de la promoción Wella. El banco demandado opuso que se trata de una reclamación fraudulenta.

4. El Juzgado desestimó la demanda, pues consideró probado que los artículos suministrados a Diarphone a que se refieren las facturas reclamadas no encajan con el objeto de la «Promoción Wella», dadas las características de los teléfonos y el testimonio prestado por el director de compras de Diarphone.

5. La Audiencia Provincial confirmó la sentencia, fundándose en que de las características de los teléfonos móviles que dieron lugar a la deuda objeto de la reclamación, del testimonio del director de compras y de las circunstancias concurrentes, especialmente de la situación de suspensión de pagos de Diarphone, se desprende que los teléfonos eran impropios de la operación garantizada, cuyas características eran conocidas por los demandantes, que mantenían relaciones con la sumi-

nistradora con facturaciones de importe muy superior al reclamado en este proceso, y que la reclamación era abusiva o fraudulenta, de tal suerte que procedía desestimar la demanda, pues, según la jurisprudencia, el aval, aun siendo a primer requerimiento, no puede extenderse a objetos ajenos a la garantía y, en todo caso, el avalista puede justificar el cumplimiento de la obligación garantizada.

6. Contra la anterior sentencia se interpone recurso de casación por las demandantes Payma Móviles, SA y CM Móviles, SA.

Segundo.—El motivo primero se introduce con la siguiente fórmula:

«Al amparo del art. 1692 n.º 4.º de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEG 1881, 1) (LEC) por infracción de la jurisprudencia sobre el contrato de aval a primer requerimiento contenida, entre otras, en las sentencias de esta Sala de fechas 11 de julio de 1983 (RJ 1983, 4209), 27 de octubre de 1992 (RJ 1992, 8584) y 30 de marzo de 2000 (RJ 2000, 2314)».

El motivo se funda, en síntesis, en que la sentencia recurrida, al negar eficacia al aval a primer requerimiento y aceptar la alegación de la demandada en el sentido de que los teléfonos móviles suministrados por las recurrentes a Diarphone no coincidían con los que fueron objeto del contrato entre Diarphone y Productos Cosméticos ha infringido la doctrina jurisprudencial sobre el contrato de aval a primera demanda o requerimiento, pues en esta modalidad contractual de garantía el garante no puede oponer al beneficiario que reclama el pago otras excepciones que las que derivan de la garantía misma.

El motivo debe ser desestimado.

Tercero.—La característica del aval a primer requerimiento, según reiterada jurisprudencia de esta Sala, es la de dar nacimiento a una obligación de garantía que pierde su carácter accesorio de la obligación principal (la obligación del garante es independiente de la obligación del garantizado y del contrato inicial), por lo que no es menester que para la efectividad de la garantía se demuestre el incumplimiento de la obligación garantizada, sino que basta con la reclamación del deudor para hacer efectivo el cumplimiento de ésta [SSTS de 11 de julio de 1983 (RJ 1983, 4209),

14 de noviembre de 1989 (RJ 1989, 7878), 2 de octubre de 1990 (RJ 1990, 7464), 27 de octubre de 1992 (RJ 1992, 8584), 3 de mayo de 1999, 10 de noviembre de 1999, 17 de febrero de 2000, 30 de marzo de 2000, 5 de julio de 2000, 13 de diciembre de 2000, 12 de julio de 2001, 14 de noviembre de 2001, 29 de abril de 2002, 5 de julio de 2002, 31 de mayo de 2003, 12 de noviembre de 2003 (RJ 2003, 8408), 28 de mayo de 2004 (RJ 2004, 3553), 27 de septiembre de 2005 (RJ 2005, 6860), y 9 de diciembre de 2005 (RJ 2005, 10177)].

Como recuerda esta última STS de 9 de diciembre de 2005, este tipo de garantías ha sido adoptado en las Reglas uniformes sobre garantías a demanda (documento aprobado el 3 de diciembre de 1991), de la International Chamber of Commerce, y en la Convención de las Naciones Unidas sobre Garantías Independientes y cartas de crédito contingentes, aprobada por la Asamblea General de la ONU en 1995.

De la jurisprudencia que acaba de citarse se desprende que el aval a primer requerimiento, como garantía atípica admisible en nuestro ordenamiento jurídico en virtud del principio de autonomía de la voluntad [arts. 7 y 1255 del Código civil (LEG 1889, 27) (CC)], no puede desvincularse en cualquier circunstancia —al menos cuando no se ha incluido la cláusula «sin excepciones»— de la obligación garantizada que constituye su objeto, pues la exigencia del carácter expreso de la fianza (art. 1827), aplicable a esta modalidad contractual, determina que la obligación del garante no pueda extenderse más allá de lo que constituye su objeto [según declara expresamente la STS de 27 de septiembre de 2005, recurso 80/1999 (RJ 2005, 6860)] y frente a la reclamación el avalista puede oponer aquellas excepciones derivadas de la propia garantía, entre ellas las que se fundan en una clara inexistencia o cumplimiento de la obligación garantizada, cuya prueba le corresponde, pues así lo exigen los principios de buena fe contractual (art. 1258 del CC) y prohibición del ejercicio abusivo de los derechos (art. 7.2 del CC), ya que en semejantes circunstancias la ejecución de la garantía sería abusiva o fraudulenta y susceptible de ser paralizada mediante la *exceptio doli* (excepción de dolo), que constituye una limitación que afecta in-

cluso a los negocios abstractos, categoría en la que ni siquiera parece que pueda incluirse el aval a primer requerimiento, a falta de una expresa regulación legal, dado el tenor del art. 1277 del CC.

En el caso examinado la sentencia recurrida declara probado, en virtud de diversos medios y elementos probatorios (características de las facturas objeto de la reclamación en contraste con las características de la obligación garantizada, consistente en el suministro de teléfonos móviles para una concreta operación publicitaria; prueba testifical del director de compras de la empresa suministradora; y circunstancias de ésta) que la obligación en relación con la cual pretende hacerse efectiva la garantía no se corresponde con el objeto de la misma y la reclamación ejercitada, en consecuencia, es abusiva o fraudulenta.

No puede, en consecuencia, considerarse vulnerada la jurisprudencia reiterada a que se ha hecho referencia, pues la alegación de la demandada en el sentido de que los teléfonos móviles suministrados por las recurrentes a Diarphone no coincidían con los que fueron objeto del contrato entre Diarphone y Productos Cosméticos y que la reclamación fue fraudulenta no constituye una alegación ajena a la garantía, sino que se refiere a su objeto y al alcance de la obligación del garante.

Cuarto.—El motivo segundo se introduce con la siguiente fórmula:

«Al amparo del art. 1692.4.º LECiv (LEG 1881, 1), por infracción de las reglas interpretativas de los contratos, arts. 1281.1.º y 1283 CC (LEG 1889, 27) (en) la hermenéutica efectuada por el tribunal de instancia del contrato de aval a primera demanda o requerimiento suscrito por la entidad demandada».

El motivo se funda, en síntesis en que la sentencia vulnera: a) el art. 1281.1 del CC, cuando deduce de la literalidad de la expresión «para la promoción Wella» que las demandantes quedaban sujetas a lo pactado en un contrato suscrito entre su cliente Diarphone y un tercero, Productos Cosméticos, en el cual no tuvieron intervención, en lugar de entender, de acuerdo con la voluntad de las partes, que la garantía se refería a los teléfonos que Diarphone solicitara para la promoción Wella; y b) el

art. 1283 del CC al entender comprendidas en el contrato de aval cosas distintas y casos diferentes de aquellos sobre los que los interesados se propusieron contratar, dado que para las demandantes era claro y evidente que su cliente Diarphone era el único responsable de especificar en sus pedidos que los teléfonos eran para la promoción Wella.

El motivo debe ser desestimado.

Quinto.—La interpretación de los contratos realizada por la sentencia de instancia no puede ser revisada en casación en la medida en que se ajuste a los hechos considerados probados por aquélla, en el ejercicio de su función exclusiva de valoración de la prueba, salvo cuando se demuestre su carácter manifiestamente ilógico o arbitrario y, con ello, la vulneración del derecho a la tutela judicial efectiva. La alegación como infringidos de los preceptos del CC sobre interpretación de los contratos está sujeta a este límite, por lo cual la jurisprudencia tiene reiteradamente declarado que, en principio, salvo que sea arbitraria o ilógica, debe estarse a la interpretación formulada en la instancia [SSTS, entre las más recientes, de 24 de enero de 2006 (RJ 2006, 2654), 12 febrero de 2006, 8 de febrero de 2006 (RJ 2006, 544), 8 de marzo de 2006 (RJ 2006, 1077), 13 de junio de 2006 (RJ 2006, 3368), 23 de junio de 2006 (RJ 2006, 3746), 20 de julio de 2006, 14 de septiembre de 2006 (RJ 2006, 6369) y 22 de diciembre de 2006 (RJ 2007, 263), entre otras].

En el caso examinado se reprocha a la sentencia de instancia interpretar una cláusula del aval en el sentido de que la obligación garantizada era la derivada del suministro de los teléfonos móviles limitado a los que estuvieran incluidos en una operación publicitaria acordada por el avalado y un tercero en un contrato independiente. A juicio de las recurrentes, la intención de las partes era la de que el aval se extendiese a las obligaciones derivadas del suministro de teléfonos móviles por parte de las demandantes a la empresa avalada sin otro requisito que la manifestación por parte de ésta de que correspondían a la expresada operación publicitaria.

Frente a la tesis mantenida por las recurrentes, que propugnan una interpretación próxima a la que se correspondería a un aval de carácter general, debemos aceptar la interpre-

tación formulada por la sentencia recurrida, que ciñe los efectos del aval a su carácter especial, en cuanto limitado a una determinada operación, en virtud de las siguientes razones:

a) Dicha interpretación se funda no solamente en la literalidad del contrato, en el cual se hacía expresa referencia a que la garantía se refería al suministro de teléfonos móviles «para la promoción Wella», sino también en la apreciación de la sentencia recurrida, realizada en el terreno fáctico, según la cual las empresas demandantes mantenían relaciones económicas con la empresa avalada de alcance muy superior a las derivadas del objeto de la reclamación y de la expresada promoción, por lo que estaban en condiciones de conocer el objeto y las características de la misma y que los teléfonos móviles por los que formularon la reclamación estaban manifiestamente fuera de ella.

b) Esta interpretación no aparece como arbitraria o ilógica, pues la parte demandante no ha contradicho de manera convincente la existencia de una relación económica entre las demandantes y la empresa suministradora suficiente para presumir el conocimiento por la primera del objeto de las operaciones de la segunda relativas a la campaña publicitaria objeto del aval.

Sexto.—El motivo tercero se introduce con la siguiente fórmula:

«Al amparo del art. 1692, por infracción del art. 1257 CC (LEG 1889, 27) y de la jurisprudencia que lo interpreta contenida, entre otras, en las STS de 6 de febrero de 1981 (RJ 1981, 382), 3 de diciembre de 1990 (RJ 1990, 9543) y 15 de marzo de 1994 (RJ 1994, 1784)».

El motivo se funda, en síntesis, en que la sentencia recurrida ha infringido el principio de relatividad de los contratos reconocido en el artículo 1257.1 del CC, pues establece la obligación de las recurrentes de suministrar teléfonos móviles a Diarphone de conformidad con lo dispuesto en un contrato concertado exclusivamente entre esta entidad y Productos Cosméticos para que la operación de venta de dichos teléfonos pueda estar cubierta por el aval litigioso, estableciendo la obligación de las recurrentes de someterse a lo pactado entre terceros.

El motivo debe ser desestimado.

Séptimo.—Este motivo incurre en el vicio lógico de hacer supuesto de la cuestión, puesto que considera, cosa que no corresponde a los razonamientos y a la decisión de la Audiencia Provincial, que la sentencia establece la obligación de las demandantes de ajustarse en el suministro a lo pactado entre la empresa suministrada y un tercero en un contrato independiente, cuando la realidad es que la sentencia se limita a definir el objeto del aval en función de una determinada operación realizada por la avalada a la cual se hace expresa referencia en el contrato de aval y cuyo conocimiento estaba al alcance de las demandantes. El efecto obligatorio que reconoce la sentencia nace, en consecuencia, según la interpretación realizada por ésta, de una de las cláusulas del aval, y no del contrato entre terceros.

Octavo.—El motivo cuarto se introduce con lo siguiente fórmula:

«Al amparo del art. 1692.4 de la LECiv (LEG 1881, 1) por infracción del art. 1253 CC (LEG 1889, 27) y de la jurisprudencia que lo interpreta contenida, entre otras, en las STS de 16 de septiembre de 1985, 13 de julio de 1987 (RJ 1987, 5487), 9 de diciembre de 1988 (RJ 1988, 9328) y 11 de octubre de 1999».

El motivo se funda, en síntesis en que: a) es ilógica la presunción de que los precios de los teléfonos móviles eran impropios de la operación publicitaria; y b) se obtiene una segunda presunción, la de que las demandantes conocían que los pedidos realizados por Diarphone no pertenecían a la promoción Wella, partiendo de otra presunción, la que acaba de recogerse, y no de un hecho básico completamente acreditado como exige el artículo 1253 del CC (LEG 1889, 27).

El motivo debe ser desestimado.

Noveno.—La sentencia recurrida no obtiene las conclusiones fácticas a que se refiere el motivo partiendo únicamente de un hecho base. Antes al contrario, la conclusión de que los teléfonos móviles eran impropios de la operación publicitaria no sólo se obtiene fundándose en el análisis de sus precios, sino también analizando sus otras características y cualidades y teniendo en cuenta el testimonio del director de compras de la empresa avalada. Así-

mismo, la conclusión de que los demandantes conocían que los pedidos no pertenecían a la promoción no solamente se deduce de las características de los teléfonos, sino también del hecho de que los mismos mantenían relaciones económicas con la empresa receptora, con carácter mucho más amplio que el derivado de la operación avalada.

La jurisprudencia suele considerar inaceptable en casación la invocación de los preceptos sobre la prueba de presunciones cuando se han tenido en cuenta diversos elementos probatorios para la obtención de la conclusión obtenida [SSTS de 21 de noviembre de 2003 (RJ 2003, 8085), 10 de noviembre de 2005 (RJ 2005, 7725), 13 de junio de 2006, 20 de julio de 2006 (RJ 2006, 6549), 22 de junio de 2006 (RJ 2006, 3084), 20 de julio de 2006 (RJ 2006, 6549) y 14 de noviembre de 2006 (RJ 2006, 8064), 7 de diciembre de 2006 (RJ 2007, 267) y 18 de diciembre de 2006 (RJ 2006, 9170), entre otras muchas]; pero, aun cuando pudiera aceptarse lo contrario en algún caso [entrando a examinar en casación, como *quaestio iuris* (cuestión de Derecho), al hilo del hoy derogado art. 1253 CC (LEG 1889, 27), el carácter lógico de la inferencia realizada cuando la conclusión probatoria parte de hechos diversos: v. gr., STS de 11 de diciembre de 2006 (RJ 2007, 101) y 31 de enero de 2007 (RJ 2007, 1706)], las conclusiones obtenidas no aparecen en absoluto como arbitrarias o ilógicas y, por consiguiente, contrarias a las reglas del criterio humano, pues las explicaciones dadas por la parte recurrente para explicar la diferencia de precios observada por la sentencia recurrida carecen, cuando menos, del carácter manifiesto que sería exigible para destruir la valoración de la prueba efectuada, especialmente si se tiene en cuenta que la sentencia considera aspectos ajenos a la mera diferencia de precios, cuya importante cuantía, por lo demás, es suficientemente significativa.

Décimo.—La desestimación de todos los motivos de casación comporta la procedencia de declarar no haber lugar al recurso de casación e imponer las costas a la parte recurrente, de acuerdo con el art. 1715 de la LECiv de 1881 (LEG 1881, 1), así como la pérdida del depósito constituido.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LAS GARANTÍAS AUTÓNOMAS A PRIMERA DEMANDA Y SU CARACTERIZACIÓN JURÍDICA.
 - III. LA ACCESORIEDAD Y SUBSIDIARIEDAD EN LAS GARANTÍAS AUTÓNOMAS. EN TORNO A LA CAUSA DE LA GARANTÍA.
 - IV. RECLAMACIÓN DE EJECUCIÓN DE LA GARANTÍA. LA OPOSICIÓN DE EXCEPCIONES POR RECLAMACIÓN INDEBIDA.
-

I. INTRODUCCIÓN

En el ordenamiento español las garantías autónomas a primera demanda no están reguladas, el contrato se sitúa en el ámbito de los contratos atípicos, fruto del principio de la autonomía de la voluntad, si bien es destacable su «tipicidad social», ya que se trata de una forma de garantía que cada vez se emplea con más frecuencia. Las características identificadoras de las garantías autónomas son la fórmula de pago a primera demanda⁽¹⁾ y la renuncia a oponer excepciones al pago de la garantía que tengan su origen en la relación principal, así como el contenido de la responsabilidad, porque es

⁽¹⁾ Se trata de una cláusula que no es suficiente por sí sola para considerar que estamos ante una verdadera garantía independiente, porque es una cláusula que se puede emplear en cualquier contrato (CORTES, L., «Garantías personales y reales», en URÍA-MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, Civitas, Madrid, 2001, p. 662). CANARIS, *Bankvertragsrecht*, 3.ª ed., 1988, p. 761, se refiere a que no es suficiente la inclusión de una cláusula a primer requerimiento para distinguir una garantía independiente o «Garantie», y una fianza, se trata sólo de un indicio, y habrá que estar en cada caso al contenido de la garantía y al grado de accesoriadad que es para el autor el punto más importante (p. 763); en el mismo sentido puede verse COSENTINO, E., «Autonomia e astrattezza nella garanzia «a prima richiesta», *Il corriere giuridico*, 2000, p. 943; puede verse también VON WESTPHALEN, F.G., «Ist das rechtliche schicksal der auf erstes Anfordern zahlbar gestellten Bankgarantie besiegelt?», *BB*, n.º 3, 2003, p. 116.

En este sentido en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza (Sec. 2.ª) de 13 de mayo de 1998, se afirma que «La simple mención de la cláusula a primer requerimiento no sirve por sí sola para identificar una garantía como independiente y no accesoria, pues tal expresión unas veces nos sitúa ante una garantía autónoma y otras ante un contrato de fianza; la diferencia entre la fianza a primer requerimiento y una garantía a primer requerimiento autónoma radica en que en la primera se da la nota de accesoriadad».

distinta la responsabilidad que asume el banco de la asumida por el deudor principal ⁽²⁾. La entidad de crédito se compromete siempre a pagar una cantidad de dinero, previamente determinada en la carta de garantía, al primer requerimiento del beneficiario y sin oponer excepciones.

Atendiendo a la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo sobre garantías a primera demanda, recogida en parte en el propio Fundamento Jurídico n.º 5 de la STS de 1 octubre de 2007, podemos afirmar que las garantías autónomas a primera demanda se consideran como una garantía distinta de la fianza, que tiene su fundamento en el principio de la libre autonomía de la voluntad, en la que la obligación del garante se presenta como una obligación no accesoria e independiente; características que el propio Tribunal matiza cuando sostiene, en relación con el ámbito de la independencia, que para que surja la obligación de pago del garante es suficiente con que el beneficiario reclame el pago, y que una vez reclamado el pago, el garante sólo puede oponer al beneficiario las excepciones derivadas de la propia carta de garantía, si bien en aras al principio de la buena fe, el garante también puede probar, en caso de contienda judicial, que el deudor principal ha pagado o cumplido su obligación con la consiguiente liberación de aquél, produciéndose de esta manera una inversión de la carga de la prueba. A pesar de las críticas que algún autor ha objetado a esta interpretación del alcance de la autonomía que hace el Tribunal Supremo, entendemos que resulta acorde con nuestro sistema, sin perjuicio de que hubiese sido conveniente un mayor desarrollo de la línea interpretativa, aclarando el sentido de la no accesoriidad y conectando debidamente la autonomía y la inversión de la carga de la prueba con el carácter causalista de nuestro sistema contractual, y la teoría de la abstracción funcional.

La Sentencia del Tribunal Supremo que motiva este comentario resuelve una reclamación de ejecución de una carta de garantía, en cuyo texto, de acuerdo con lo expuesto en los Fundamentos de Hecho de la Sentencia, puede leerse que el banco demandado avala «solidariamente a Productos Cosméticos, SA con renuncia expresa a los beneficios de orden y excusión, por la cantidad de 15.000.000 (pesetas) en concepto de fianza para responder de las obligaciones de pago que Diarphone, SA adquiera con los proveedores C.M. Moviles, SA y Payma Móviles, SA, para la compra de teléfonos móviles de la promoción Wella, hasta 31 de febrero de 1996», y añade «El presente aval será ejecutable a primera demanda o petición, bastando para ello el mero requerimiento notarial a la Entidad avalista, dándole cuenta del incumplimiento en que haya incurrido la Empresa avalada». El TS desestima la reclamación por entender que la obligación en relación con la cual pretende hacerse efectiva la garantía no se corresponde con el objeto de la misma y la reclamación ejercitada, en consecuencia, es abusiva o fraudulenta.

(2) Pueden verse, entre otros: BONELLI, F., «Le garanzie bancarie a prima domanda nel commercio internazionale», Giuffrè, p. 27; MASTROPAOLO, «Pagamento a prima richiesta, limiti alla inoponibilità delle eccezioni e problemi probatori», *BBTC*, 1990, p. 559; RODRÍGUEZ DÍAZ, I., «En torno a la garantía a primera demanda», *RDBB*, n.º 90, 2003, p. 11; VIALE, M., «Le garanzie bancarie», en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia*, Dir. Galgano, vol. 18, CEDAM, Milán, 1994, p. 177.

Para cuestionarnos si realmente estamos ante una garantía autónoma a primer requerimiento sería necesario conocer el texto completo del aval, pero se trata de una cuestión que no se ha rebatido en este caso, por lo que aparentemente nos encontraríamos ante una garantía autónoma a primer requerimiento, si bien justificada, de manera que el beneficiario para reclamarla debe indicar el incumplimiento en el que ha incurrido la avalada. Esta sentencia vuelve a plantearnos cuestiones clásicas, que afectan a la propia configuración de la operación de garantía autónoma a primer requerimiento, respecto de las relaciones entre el contrato principal y la obligación de garantía y, concretamente, el alcance de la autonomía, lo que lleva a cuestionarnos el problema de la causa de la garantía en estas operaciones. A continuación, una vez examinadas brevemente estas cuestiones, abordaremos el tema de los límites a la oposición de excepciones en los contratos autónomos de garantía.

II. LAS GARANTÍAS AUTÓNOMAS A PRIMERA DEMANDA Y SU CARACTERIZACIÓN JURÍDICA

Una primera aproximación a las garantías autónomas a primera demanda es suficiente para poner de manifiesto que nos encontramos con una operación compleja compuesta de varios contratos conexos funcionalmente⁽³⁾. Estamos en presencia de una relación triangular, ordenante-banco-beneficiario, en la que las partes están vinculadas por medio de contratos diferentes que participan y configuran la operación de garantía que podemos considerar unitaria en su función económica pero disgregada en su calificación jurídica. Encontramos tantos contratos como relaciones aparecen en la operación: la relación garante-beneficiario (Contrato de garantía), la relación ordenante-garante (Contrato de contragarantía), y la relación que vincula al ordenante y al beneficiario (Contrato principal o subyacente), cuya conclusión está condicionada por la efectiva presentación de la garantía conforme a las exigencias del beneficiario. A continuación nos referimos a tales contratos con el fin de establecer cuál es la relación que hay entre ellos.

La relación existente entre el beneficiario de la garantía y el ordenante con respecto al otorgamiento de la garantía consistirá normalmente en el interés por celebrar un contrato o participar en un concurso de adjudicación de obra o servicio que, como condición previa, requiere la presentación por parte del ordenante de una garantía bancaria de acuerdo con las instrucciones del beneficiario, de forma que una vez que

(3) Entre otros muchos puede verse una clasificación de las clases de garantías autónomas a primer requerimiento en ALCALÁ DÍAZ, M.^ªA., «Función económica y naturaleza jurídica de las garantías bancarias a primera demanda», en VV.AA., *Instituciones del Mercado Financiero*, Dir. Martínez-Simancas/Alonso Ureba, Madrid, 1999, p. 1836, y ss; BONELLI, F., últ. ob. cit., p. 1; CANARIS, C., ob. cit., p. 749-50; MARTIN, C./DELIERNEUX, M., *Les Garanties Bancaires Autonomes*, Bruylant, 1991, p. 75 y ss.; NIELSEN, J., «Rechtsmißbrauch bei der Inanspruchnahme von Bankgarantien als typisches Problem des Liquiditätsfunktion abstrakter Zahlungsverprechen», *ZIP*, 1982, p. 255; RODRÍGUEZ DÍAZ, I., ob. cit., pp. 13-14; SÁNCHEZ-CALERO, J., «El contrato autónomo de garantía. Las garantías a primera demanda», *CDBB*, Madrid, 1996, p. 56 y ss.; VIALE, M., ob. cit. p. 178.

se presente la garantía exigida se habrá cumplido la condición prevista para la posterior celebración del contrato entre beneficiario y ordenante. En otros casos, tal interés consistirá en el hecho de haberse celebrado previamente un contrato en cuyo contenido se establece la obligación de presentar una garantía a favor del acreedor.

El contenido del contrato principal que vincula al beneficiario con el ordenante puede ser de lo más variado, siendo los más habituales una compraventa, la adjudicación de obra o la construcción de un inmueble... etc., regulándose su régimen jurídico en función de las normas a él aplicables, según cual sea la naturaleza de tal contrato. Hay que tener presente que, a la par de la extensión del uso de la exigencia de garantías independientes, el abanico de posibles contratos a los que se da cobertura, se ha ido ampliando a partir de los tradicionales antes indicados, siendo hoy frecuente que incluso para contratos de arrendamiento, tanto de vivienda como de local de negocio, se recurra a este tipo de garantías, o en un contrato de suministro, como ocurre en el supuesto de la Sentencia que motiva este comentario. Para el beneficiario cuando se le presenta una garantía bancaria a primer requerimiento la solvencia de la entidad de crédito significa que cuenta con un instrumento que le permite asegurar los riesgos de un incumplimiento contractual del ordenante en la relación principal garantizada.

La relación que une al ordenante con el banco se conoce en nuestra práctica bancaria como contrato de contragarantía o contraaval. El ordenante se dirige normalmente a la entidad de crédito solicitando una garantía autónoma y a primer requerimiento como consecuencia de su interés por celebrar un contrato con el beneficiario (contrato principal), que está condicionado por el hecho de que un banco presente al beneficiario la garantía que este exige al ordenante-deudor principal para dar cobertura al cumplimiento de sus obligaciones. En otros casos, más que a un interés tendremos que referirnos al cumplimiento de una obligación asumida en el contrato principal, por medio de la que el ordenante se obliga a presentar una garantía. También es posible que la solicitud de la garantía venga impuesta por imperativo legal, como ocurre cuando el ordenante quiere participar en un concurso administrativo para la adjudicación de un contrato de obra o servicios⁽⁴⁾. Esta relación que surge para el ordenante entre el contrato principal y la presentación de la garantía hace que ambos contratos tengan para él una valoración muy parecida, por la dependencia evidente que existe entre la conclusión de uno y otro.

La celebración del contrato entre el banco garante y el ordenante es normalmente fruto del resultado de unas conversaciones previas o tratos preliminares en los que el cliente informa al banco al que solicita la garantía sobre los elementos subjetivos y objetivos de la operación principal. Se trata de informaciones sobre los aspectos esenciales que influyen en la valoración por el banco del riesgo de la operación y que determinan que acepte o rechace la propuesta de otorgamiento de la garantía, y los

(4) En los contratos administrativos la presentación de garantías autónomas a primera demanda se convierte en una condición legal para participar en el proceso de adjudicación, o en una posterior obligación del adjudicatario (véase, TRLCAP RDL 2/2000, de 16 de junio, artículos 31 a 47, muy especialmente el artículo 35 del Reglamento General de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas).

términos de su oferta. Dicha información permite al banco hacer el cálculo de las comisiones que aplicaría a la operación, y de la valoración de las garantías que el banco va a exigir al ordenante para asegurarse de que, en caso de ejecución de la garantía, éste responda del reintegro de su importe (normalmente se exige la presencia de fiadores solidarios, o garantías reales, como prendas o hipotecas). Una vez que el banco acepta el encargo y se formaliza la relación de garantía se dirigirá al beneficiario siguiendo las instrucciones del ordenante y le presentará la carta de garantía.

El ordenante se encuentra sujeto al cumplimiento de una serie de obligaciones derivadas de la celebración del contrato de contragarantía, como son el pago de comisiones, mantenimiento de contragarantías y, en su caso, el reintegro de las cantidades abonadas por el banco al beneficiario, pero son obligaciones que asume con la confianza de que el garante es un profesional que actúa siguiendo sus instrucciones y de buena fe.

En cuanto a la naturaleza del contrato de contragarantía entendemos que se trata de un contrato atípico, que establece el marco de las relaciones entre el garante y el ordenante. Y podemos afirmar que se trata de un contrato atípico mixto⁽⁵⁾, que incorpora elementos que nos aproximan al contrato de comisión o mandato, pero al que también se anudan prestaciones que se aproximan a la relación de cobertura que se establece en la fianza, si bien, en este caso, adaptada a las especiales circunstancias de las garantías independientes⁽⁶⁾. De manera que para determinar el contenido del contrato tenemos que atender en primer lugar a lo acordado por las partes, y en lo no previsto su contenido se completará cuando sea posible acudiendo a las normas que se establecen en el CDC y el CC sobre el mandato, y al régimen previsto para la relación de cobertura en la fianza, en tanto su contenido no esté en contradicción con las características de las garantías independientes.

La relación garante beneficiario: La entidad de crédito se compromete por medio de la carta de garantía a pagar al beneficiario una determinada cantidad al primer requerimiento de éste, renunciando a la oposición de cualquier excepción derivada de las relaciones existentes entre el beneficiario y el ordenante. Hay cartas de garantía en las que, incluso, se indica expresamente que la garantía se hará efectiva sin que el beneficiario deba justificar el incumplimiento del deudor principal u ordenante, y tampoco es raro que en la propia carta de garantía se establezca que se trata de una garantía de carácter abstracto. En otros casos, como ocurre en el texto de la garantía objeto del presente comentario, se establece que el beneficiario deba dar cuenta del incumplimiento. Sólo podemos afirmar que estamos ante una auténtica garantía independiente a primer requerimiento, después de examinar en cada caso el contenido de la carta remitida al beneficiario, cuando se constate claramente que existe la obligación del banco de pagar sin oponer las excepciones derivadas de la relación principal y al

(5) GARCÍA VILLAVERDE, R., «El contrato de factoring», en VV.AA., coord. García Villaverde, R., capítulo 1.º, Introducción, McGraw-Hill, Madrid, 1999, pp. 8 y 9.

(6) Puede verse con más detalle: SACRISTÁN BERGIA, F., «El contrato de contragarantía (En el ámbito de las garantías autónomas a primera demanda)», Dykinson, Madrid, 2006, pp. 49 y ss.

primer requerimiento del beneficiario. El contenido de la carta de garantía ha de sujetarse a las instrucciones recibidas del ordenante, de forma que si el banco no las respeta habrá incumplido el contrato de contragarantía, aunque ésta pueda producir efectos frente al beneficiario. El banco queda vinculado con el beneficiario conforme a los términos en los que haya redactado la carta de garantía, de forma que el banco asume su obligación en nombre y por título propio, a través de la emisión de la carta de garantía (7).

El garante antes de pagar debe analizar si concurren todas las circunstancias expresadas en la carta de garantía, y en particular la identidad del beneficiario, el importe, el plazo de vigencia, y cuando se hubiese establecido la necesidad de invocar en el requerimiento el incumplimiento de la obligación garantizada, o la presentación junto al requerimiento de algún documento, el banco es responsable frente al ordenante de verificar el cumplimiento de estas formalidades. En las cartas de garantía normalmente no se establece cuál es el plazo que tiene el garante para el examen de la licitud de la reclamación de ejecución de la garantía, aunque no faltan cartas de garantía que lo indican indirectamente al establecer el plazo que tiene el garante para hacer efectiva la reclamación de la garantía. El garante tendrá que actuar con rapidez atendiendo a su deber de diligencia, y el plazo puede variar según la naturaleza de la documentación que se presente en función de las propias exigencias de la garantía en la medida que a más documentación el banco puede necesitar más tiempo para examinarla. Tampoco se establece normalmente en las cartas de garantía cuál debe ser el procedimiento por el que el banco rechaza el pago como consecuencia de defectos en la reclamación, pero atendiendo al carácter profesional que preside la actuación del banco, y al contenido de las obligaciones que le vinculan con el beneficiario, sería oportuno que a este le comunicara su negativa al pago y el motivo. Y el beneficiario podría en su caso subsanar los defectos de la reclamación, pero para que tal subsanación produzca efectos debe hacerse dentro del período de vigencia de la garantía, ya que la reclamación que no cumple con los requisitos exigidos en la garantía, en este caso temporales, no tiene efectos frente al garante.

A menudo resultará muy complejo interpretar las cláusulas contenidas en las cartas de garantía, porque están redactadas con términos ambiguos que dificultan determinar cuál es el verdadero alcance de las obligaciones asumidas por el banco, así como si estamos ante una garantía independiente o una fianza tradicional. El banco se refiere con mucha frecuencia en el propio texto de la garantía a que se trata de una fianza o aval, haciendo un uso de tales términos poco riguroso, que complicará aún más el estudio de su contenido, porque al margen de los términos empleados para redactar la garantía, sólo podremos saber si estamos ante una garantía a primera demanda después de estudiar el contenido de cada carta de garantía concreta (puede verse en relación con los problemas de interpretación del texto de las garantías la

(7) ALCALÁ DÍAZ, M.^a A., «Garantías Bancarias a Primera Demanda», en VV.AA., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, dir. Alonso Ureba/Martínez-Simancas, Madrid, p. 258.

Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de julio de 2002, o el Auto de la AP de Valladolid de 24 de junio de 2005).

La naturaleza de la relación garante-beneficiario es controvertida en la doctrina; hay autores que la califican de promesa unilateral⁽⁸⁾. Entendemos que la relación garante-beneficiario queda configurada como una promesa unilateral de pago constitutiva de un negocio atípico de garantía por la que la entidad de crédito deberá cumplir, previo requerimiento del beneficiario.

La operación de garantía a primera demanda se presenta normalmente como una relación triangular, pero *en el comercio internacional es posible que intervenga un segundo banco de la nacionalidad del beneficiario*⁽⁹⁾, pasando a ser una relación *cuadrangular*⁽¹⁰⁾ cuando, por mayor seguridad, el beneficiario exige que la garantía esté extendida por un garante que él conozca. La participación de un segundo banco también requiere la aceptación del ordenante, para quien será fundamental atender a la seriedad y prestigio del segundo banco, porque la participación en la operación de garantía de un segundo banco desconocido para el ordenante podría llegar a ser para este, tal y como afirma la doctrina, una especie de «suicidio», atendiendo a la experiencia y al riesgo de la presentación de reclamaciones fraudulentas⁽¹¹⁾.

La posición que tenga este segundo banco en el marco de la operación dependerá de las exigencias del beneficiario, y de los términos en los que asuma su obligación. Este podría ser un simple banco avisador, o participar en la operación como garante (incluso el segundo banco puede garantizar sólo una parte de la deuda⁽¹²⁾), actuando en este caso en función del contrato celebrado entre la entidad bancaria elegida por el ordenante y el segundo banco. Cuando el segundo banco actúa como garante está vinculado respecto del banco ordenante por un contrato de similares características al

(8) Puede verse entre otros: ALCALÁ DÍAZ, M.^ªA., últ. ob. cit., p. 274; DÍAZ MORENO, A., «Primer análisis de algunas cuestiones a la luz de las URDG de la ICC y del Proyecto de Convención de las Naciones Unidas sobre garantías independientes», en VV.AA., *Las garantías a primer requerimiento. Garantías a primera demanda*, Civitas, 1996, p. 137; ESPIGARES HUETE, J.C., *La garantía a primer requerimiento mecanismos de defensa frente a las reclamaciones abusivas*, Studia Albornotiana, 2006, p. 375; SAN JUAN CRUCELAEGUI, J., «Garantías a primera demanda. Contratación internacional e interna», Thomson/Civitas, 2004, p. 155; y otros que se refieren a un verdadero contrato unilateral entre el banco y el beneficiario: SÁNCHEZ-CALERO, J., *El contrato autonomo de garantía...*, cit., p. 144, para quien la unilateralidad de las garantías bancarias está fuera de toda duda. Puede verse entre otros en este mismo sentido VASSEUR, M., *Garantie Indépendante*, Dalloz, 1984, p. 3. Por su parte RODRÍGUEZ DÍAZ, I., «En torno a la garantía a primera demanda», *RDBB*, n.º 90, 2003, p. 22, afirma que es un contrato bilateral.

(9) JACK., R., *Documentary credits*, Butterworths, 2.^a ed., Londres, 1993, p. 274.

(10) Según intervenga o no un segundo banco se habla de garantía directa o indirecta: BARK, CH., «Rechtsfragen und praxis der indirekten Garantien im Außenwirtschaftsverkehr», *ZIP*, 1982, p. 406.

(11) CANARIS, ob. cit., p. 755.

(12) En este sentido puede verse: CANARIS, ob. cit., p. 754.

que le vincula al ordenante-deudor con su banco⁽¹³⁾, por el que, a cambio de una comisión, extiende una carta de garantía siguiendo las instrucciones del banco ordenante (quien a su vez está vinculado por lo indicado por su cliente), y a su vez, el banco ordenante garantiza al segundo banco que en caso de ejecución de la garantía éste responde del reintegro frente al garante. En la práctica, se habla frecuentemente de que entre las dos entidades se celebra un contrato de contragarantía. Normalmente la garantía del reintegro del pago se configura entre las dos entidades de crédito por medio de un contrato de garantía directa y no abstracta⁽¹⁴⁾. Por otro lado, en caso de incumplimiento por parte del segundo banco, el banco ordenante tendría una acción de reclamación de los daños y perjuicios causados⁽¹⁵⁾. El contrato celebrado entre las dos entidades de crédito, y el contrato de garantía celebrado entre el segundo banco y el beneficiario, son negocios de ejecución que tienen su causa en el contrato principal celebrado entre el beneficiario y el deudor ordenante. No obstante, se trata de relaciones que se dan en el ámbito internacional.

III. LA ACCESORIEDAD Y SUBSIDIARIEDAD EN LAS GARANTÍAS AUTÓNOMAS. EN TORNO A LA CAUSA DE LA GARANTÍA

La renuncia a la oposición de excepciones pone de manifiesto la situación autónoma del banco frente a la relación garantizada. Pero esto no quiere decir que la garantía independiente no cumpla una función de garantía y opere sobre el presupuesto del previo incumplimiento del ordenante de las obligaciones garantizadas, sino que, en el marco de este tipo de garantías, el beneficiario está eximido de demostrar el incumplimiento del contrato principal, y la obligación de pago del banco surge por el mero requerimiento del beneficiario, realizado respetando lo dispuesto en el contenido de la carta de garantía en cuanto a la forma, plazo, destinatario, u otras exigencias que se hubieran previsto, como podría ocurrir con las garantías justificadas, y la necesidad de incluir en la reclamación la justificación a la que se refiere el texto de la carta.

Cuando se analiza la nota de accesoriadad en el marco de la fianza se afirma que de la obligación principal depende la existencia y extensión de la fianza⁽¹⁶⁾. Es precisamente en relación con la extensión donde se manifiesta ese distinto alcance de la accesoriadad en la fianza y en las garantías a primera demanda. De manera que las garantías a primera demanda son accesorias en cuanto que traen su causa en la existen-

(13) Puede verse en este sentido: BARK, Ch., ob. cit., p. 408.

(14) CANARIS, ob. cit., p. 759.

(15) CANARIS, ob. cit., p. 759.

(16) En este sentido, sobre la accesoriadad en la fianza, PUIG BRUTAU, J., *Compendio de Derecho Civil*, volumen II, p. 559.

cia de una obligación principal⁽¹⁷⁾, pero son distintas de la fianza en cuanto el alcance de la accesoriedad.

En cuanto al contenido de la garantía, las garantías a primer requerimiento cumplen una función distinta de la fianza, porque en la fianza el fiador cumple en lugar o en vez del deudor principal (art. 1822 del CC)⁽¹⁸⁾, pero en las garantías a primera demanda el garante se compromete a garantizar al beneficiario que, en caso de incumplimiento de la obligación principal, éste recibirá una cantidad de dinero. Por tanto, la obligación del deudor principal y la del garante son distintas; a diferencia de lo que ocurre en la fianza⁽¹⁹⁾, en la que la deuda que vincula al fiador no es otra deuda materialmente distinta⁽²⁰⁾, el fiador asume el cumplimiento de la deuda principal por medio de una nueva obligación. Sin embargo, en la garantía independiente, el garante asume el pago de una cantidad de dinero para el caso de incumplimiento de las obligaciones del deudor principal⁽²¹⁾. Excepcionalmente el contenido de la obligación del garante y el deudor principal pueden coincidir inicialmente, cuando la obligación del deudor principal consista en el pago de una cantidad de dinero. No obstante, la obligación del garante se reduciría al pago de la cantidad expresada en la carta de garantía, pero no se extendería al pago de los intereses y otros daños y perjuicios que el deudor principal debiera pagar como consecuencia de su incumplimiento.

La obligación del fiador y del deudor principal tienen la misma extensión en la fianza, pero no ocurre así en las garantías a primera demanda, siendo diferente la

(17) En este sentido, NATUCCI, A., ob. cit., p. 41, afirma que la accesoriedad no es un requisito propio sólo de la fianza, sino que afecta a todas las garantías típicas o atípicas. En sentido contrario, puede verse: RODRÍGUEZ DÍAZ, I., ob. cit., p. 18.

(18) ALCALÁ DÍAZ, M.A., «Garantías bancarias», ob. cit., p. 251, entiende que en muchos casos el fiador se compromete patrimonialmente en relación con una obligación de hacer o no hacer cuyo cumplimiento compete al deudor principal, y que en estos casos la intervención del fiador tiene carácter indemnizatorio.

En todo caso debemos advertir que en las obligaciones personalísimas de hacer la obligación del fiador se circunscribe a satisfacer el importe de lo que resulte de la operación de valorar económicamente la obligación incumplida, pero el importe de tal cantidad que está destinado a satisfacer al acreedor en lugar del deudor no está previamente fijado, tal y como ocurre en las garantías a primera demanda atendiendo al daño que produce el incumplimiento, sino que se valora en función del valor de la prestación del deudor principal.

No obstante lo anterior, conviene recordar que, en el ámbito de la doctrina civilista, hay abierto un debate sobre la propia redacción del art. 1822 del CC, discutiéndose si la obligación del fiador es la misma que la obligación principal.

(19) En este sentido, inciden en esta nota diferenciadora: ALCALÁ DÍAZ, M.^a A., «Función económica...» ob. cit., p. 1805; SÁNCHEZ-CALERO, J., ob. cit., p. 100.

(20) Puede verse, respecto de la fianza, CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *Tratado de los Derechos de garantía*, Aranzadi, 2002, p. 68.

(21) Tal y como aclara PORTALE, G., «El contrato autónomo de garantía (causalidad y abstracción en el Garantievertrag)», *RDBB*, n.º 39, 1990, con esta garantía el beneficiario más que garantizar en el sentido técnico el exacto cumplimiento de la relación subyacente pretende asegurar la satisfacción del interés económico del beneficiario comprometido por el incumplimiento del deudor principal.

obligación principal de la del garante, que siempre consistirá en el pago de una concreta cantidad de dinero que cumple normalmente una función de indemnización para el caso de incumplimiento de la obligación garantizada⁽²²⁾.

En cuanto a la subsidiariedad como característica de la fianza, que hace referencia a la circunstancia de que la reclamación contra el garante depende del incumplimiento previo del deudor principal, se trata de un aspecto diferente del beneficio de excusión, aunque a veces se ha confundido con éste. El beneficio de excusión aparece regulado en el art. 1830 del CC, y, en su virtud «El fiador no puede ser compelido a pagar al acreedor sin hacerse excusión de todos los bienes del deudor», por lo que hace referencia a que el acreedor primero debe dirigirse contra los bienes del deudor principal, y sólo en el caso en que el deudor no tenga bienes suficientes puede dirigirse contra el garante. Sin embargo, la subsidiariedad hace referencia al grado de compromiso asumido por el garante⁽²³⁾. El beneficio de excusión «es una facultad que la Ley atribuye al fiador y que tiene por objeto enervar o paralizar la pretensión ejecutiva del acreedor contra él»⁽²⁴⁾. Del propio art. 1831 del CC resulta que el beneficio de excusión no se da en todos los casos⁽²⁵⁾, pero en cambio sí estará siempre presente el carácter subsidiario en cuanto que la reclamación frente al garante depende del incumplimiento de la obligación principal⁽²⁶⁾.

En la garantía autónoma no existe beneficio de excusión, porque, como ya indicamos, su renuncia es una característica esencial que sirve para identificar este tipo de garantías. Pero, atendiendo a su propia función de garantía, en ellas sí está presente el carácter subsidiario⁽²⁷⁾, en cuanto que el incumplimiento del deudor principal habilita la reclamación frente al garante⁽²⁸⁾. Otra cuestión diferente es que el beneficiario para

(22) Sobre la función indemnizatoria puede verse BONELLI, F., ob. cit., p. 27.

(23) En este sentido puede verse NÚÑEZ ZORRILLA, M.^a C., ob. cit., p. 135.

(24) DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial II, Las relaciones obligatorias*, 1993, cit., p. 435.

(25) Puede verse VALENZUELA GARACH, F., «El contrato de fianza», en VV.AA., *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, t. I, ob. cit., p. 442.

(26) CARRASCO/CORDERO/MARÍN, ob. cit., p. 69, afirman que la distinción entre subsidiariedad y beneficio de excusión tiene una importancia práctica apreciable; si el fiador subsidiario es requerido para el pago antes de que el deudor haya sido constituido en mora, no sólo podrá oponer aquel el beneficio de excusión, sino también la falta de fundamento material de la demanda, por ausencia de uno de sus presupuestos constitutivos.

(27) En este sentido, NÚÑEZ ZORRILLA, M.^a C., ob. cit., p. 117; RODRÍGUEZ DÍAZ, I., ob. cit., p. 20; SÁNCHEZ-CALERO, J., últ. ob. cit., p. 762.

(28) MORALEJO MENÉNDEZ, I., «Accesoriedad y subsidiariedad en las garantías a primera requerimiento (A propósito de la STS de 17 de febrero de 2002)», *RDM*, n.º 240, p. 688, afirma que la característica de la garantía a primera demanda como garantía independiente conlleva implícita la minoración y objetivación de su carácter subsidiario respecto de la obligación subyacente... Ahora bien, atendida la función de garantía que la figura que nos ocupa está llamada a desempeñar, no puede afirmarse tajantemente la ausencia en ella de su carácter subsidiario respecto de la obligación jurídica subyacente.

reclamar el pago al garante no tenga que acreditar el incumplimiento del deudor principal (excepción hecha de las garantías documentadas), sino que la obligación de pago del garante surge como consecuencia de la mera reclamación del beneficiario, porque precisamente éstos son los términos en los que el garante asumió su obligación.

En las garantías a primera demanda concurre otra característica que las aleja de la fianza. Nos referimos a que el beneficiario no tiene la carga de probar el incumplimiento de la obligación principal⁽²⁹⁾. El presupuesto para que surja la obligación del garante depende exclusivamente de la reclamación del beneficiario de acuerdo con lo previsto en el propio texto de la garantía, normalmente por medio de una reclamación escrita. Pero atendiendo a la función de garantía del pago de una determinada cantidad de dinero por incumplimiento de la obligación principal, si la reclamación carece de fundamento por falta de incumplimiento el garante podrá oponerse al pago acreditando la ausencia de causa de la reclamación por medio de prueba⁽³⁰⁾.

La distinta función de una y otra garantía, así como el diferente alcance de la accesoriedad, son las principales diferencias. Las anteriores diferencias han inducido a afirmar que las garantías a primera demanda son garantías abstractas⁽³¹⁾. La denominada «abstracción de la garantía» podría llevar a pensar que nos encontramos ante un contrato sin causa⁽³²⁾. En la figura que estudiamos encontramos lo que se ha denominado «abstracción funcional»⁽³³⁾, o «formal»⁽³⁴⁾, de manera que el beneficiario puede

(29) Puede verse entre otros BONELLI, F., ob. cit., p. 37.

(30) BONELLI, F., ob. cit., p. 31, afirma que en Italia el Tribunal de Casación, con la S. 734/1987, ha confirmado una interpretación reductiva de la autonomía de la garantía afirmando que esta se resuelve en una inversión de la carga de la prueba. Más adelante, en la p. 77, recuerda que en la doctrina italiana muchos autores afirman que la autonomía se resuelve con una inversión de la carga de la prueba.

(31) SÁNCHEZ-CALERO, J., «Garantías Bancarias: Las cartas de patrocinio y las garantías a «primera demanda», en VV.AA., *Contratos Bancarios*, Dir. García Villaverde, R., p. 765, afirma que la abstracción es un concepto equívoco por cuanto admite varias interpretaciones, y en la p. 766 aclara que «no es en el plano de su vinculación a la causa sino con el negocio subyacente o principal donde efectivamente se registra la abstracción del contrato de garantía bancaria».

(32) Sobre el carácter causal del contrato pueden verse, entre otros: COSENTINO, E., «Autonomia e astrattezza nella garanzia a prima richiesta», *Il Corriere Giuridico*, 2000, p. 945; MASTROPALO, *I contratti autonomo di garanzia*, Turín, 1989, p. 570; NAPPI, F., «Bürgschaft (e fideiussione) a prima richiesta tra diritto commune e disciplina delle condizioni generali di contratto», *BBTC*, 1999, p. 542; PORTALE, G., «Nuove sviluppi del contratto autonomo di garanzia», *BBTC*, 1985, pp. 171 y 175; SAN JUAN CRUCELAEGUI, J., «Garantías a primera demanda...», cit., p. 167 y ss.

Por este motivo BUSTO LAGO, J.M., «Bases doctrinales y jurisprudenciales para la configuración del contrato autónomo de garantía en el ordenamiento jurídico español: Las relaciones entre los sujetos del contrato», *Diario La Ley*, 12/5/2003, llega a afirmar, p. 2, que no resulta conveniente hablar de abstracción, en tanto que con esta expresión lo que no se quiere significar es que se trata de un contrato no causal, que como tal sería nulo en un ordenamiento causalista como el español.

(33) Véase sobre la abstracción funcional DÍEZ-PICAZO, L., ob. cit., p. 339, y respecto de las garantías independientes ALCALÁ DÍAZ, M.^ª A., «Función económica y naturaleza jurídica de las garantías bancarias a primera demanda», VV.AA., *Instituciones del mercado financiero*, Dir. Martínez Simancas/Alonso Ureba, 1999, Madrid, p. 1817 y ss.

(34) En sentido contrario, RODRÍGUEZ DÍAZ, I., ob. cit., p. 48.

presentar su reclamación al banco sin expresar la causa que la justifica, pero el deudor demandado puede oponer la falta de causa o la ilicitud de la reclamación del beneficiario⁽³⁵⁾. La causa del contrato de garantía está en el negocio principal que se celebra entre el ordenante y el beneficiario, que al mismo tiempo causa de la celebración del contrato entre el banco garante y su cliente u ordenante. Hay que distinguir entre la causa de la obligación y la causa del negocio o contrato⁽³⁶⁾. La causa de la obligación del banco garante está en la emisión de la garantía, y la causa del contrato es la relación entre el banco y el ordenante, que a su vez tiene su causa en el contrato que se celebrará entre el ordenante y el beneficiario de la garantía.

El análisis de la causa del negocio, es decir, resolver el interrogante sobre por qué se emite la garantía, encuentra la respuesta, según entendemos, atendiendo a la doctrina de los negocios de ejecución⁽³⁷⁾. En los negocios ejecutivos o «*Erfüllungsgeschäfte*» estamos en presencia de negocios que presuponen siempre un negocio o una relación anterior antecedente. El problema de la causa consiste en determinar cuál es esa relación básica o subyacente que les sirve de antecedente y justifica. En la operación de garantía a primera demanda, la causa de la garantía está en la situación jurídica creada a partir del momento en que el beneficiario exige como presupuesto para la celebración de un contrato la presentación de una garantía a primera demanda. Esta situación determina que el ordenante se dirija al banco, y celebre con él un contrato, para que éste presente la garantía al beneficiario en los términos acordados con el ordenante. En la operación bancaria del contrato de garantía independiente o a primera demanda encontramos diferentes operaciones o contratos independientes que encuentran su causa en el contrato base que une al ordenante con el beneficiario. Concretamente, en la oferta del beneficiario consistente en que va a celebrar un contrato si el ordenante le presenta finalmente la garantía bancaria exigida. Consecuentemente, el contrato que celebra el ordenante con el banco y el contrato de garantía que vincula al banco con el beneficiario son negocios ejecutivos que tienen su causa en la operación que une al beneficiario con el ordenante.

IV. RECLAMACIÓN DE EJECUCIÓN DE LA GARANTÍA. LA OPOSICIÓN DE EXCEPCIONES POR RECLAMACIÓN INDEBIDA

La cuestión se centra a nuestro juicio en determinar si la autonomía de la posición del banco llega tan lejos como para no tener que valorar la procedencia del pago, y en

(35) Puede verse la interesante Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 12 de junio de 2000 (AC 2000/2005).

(36) Sobre esta construcción véase DÍEZ-PICAZO, L., ob. cit., pp. 232 y ss. Por su parte entiende que no es correcto hablar de la causa de la obligación DE LOS MOZOS, J.L., «La regulación del contrato y el problema de la causas», *RJN*, enero de 2002, p. 212.

(37) En nuestro sistema puede verse con carácter general un desarrollo de esta teoría en DÍEZ-PICAZO, L., ob. cit., p. 235, y en particular, respecto de los créditos documentarios, ALONSO UREBA, A., «El crédito documentario», en VV.AA., *Instituciones de derecho financiero*, cit., p. 1119. Defienden esta concepción respecto de las garantías independientes ALCALÁ DÍAZ, M.^ª A., «Función económica...», cit., p. 1814; SAN JUAN CRUCELAEGUI, J., ob. cit., p. 205.

su caso si la obligación del pago existe incluso también cuando el ordenante le acredita de forma fehaciente la improcedencia de la reclamación del beneficiario. En definitiva nos cuestionamos si en estos supuestos en los que hay una prueba de la improcedencia de la ejecución de la garantía existe la obligación por parte del banco de oponerse a la reclamación, como consecuencia del cumplimiento del contrato que le une con el ordenante. En estos casos, si el principio «*solve et repete*» funcionara de forma automática sería el propio ordenante el que después de haber reintegrado al banco la cantidad abonada al beneficiario por la ejecución de la garantía tendría posibilidad de reclamar al beneficiario por la improcedencia del pago. Entendemos que el hecho de que la garantía sea autónoma y no dependa de las vicisitudes del contrato subyacente no significa que el banco pueda pagar de forma automática cuando reciba el requerimiento sin verificar si la reclamación cumple con los requisitos previstos en la carta de garantía, o sin oponerse al posible ejercicio fraudulento del derecho de reclamación de la ejecución de la garantía por falta de causa. Por ello, una vez que el banco recibe la reclamación del pago de la garantía por incumplimiento del contrato principal, e informa al ordenante sobre ello, antes de pagar al beneficiario debe examinar por iniciativa propia la corrección de la reclamación y su procedencia conforme al texto de la garantía otorgada⁽³⁸⁾. Los frecuentes abusos acontecidos en la práctica internacional han ocasionado una profunda reflexión sobre el alcance de la autonomía o abstracción de la garantía. Claro exponente de ello es la evolución de la jurisprudencia que modera la posición del banco garante del clásico «*solve et repete*», y que contempla la posibilidad de que por parte de la entidad de crédito se opongan en juicio excepciones al beneficiario, en aras al principio de la buena fe, cuando la reclamación sea abusiva por falta de causa. Y sólo en aquellos supuestos en los que procede la reclamación de la ejecución de la garantía el banco paga de forma automática por la sola reclamación del beneficiario

En el supuesto de hecho al que se refiere la STS de 1 de octubre de 2007 el banco se opone al pago porque la reclamación no tiene relación con la promoción a la que se refiere el texto de la propia garantía, según ha quedado acreditado en las actuaciones por medio de diversas pruebas a las que se refiere la Sentencia. La relación principal o subyacente es la operación de suministro de móviles a Productos Cosméticos S.A, para la promoción de Wella, y de los hechos parece deducirse que Payma Móviles, que es el vendedor de los terminales, para vendérselos a Diarphone, quien a su vez se los suministraba a Productos Cosméticos, exigió una garantía que cubriera el pago de dichos móviles.

La doctrina ha reconocido que la renuncia a oponer excepciones tiene un límite y que el garante debe oponerse al pago solicitado sobre la base de una actuación

(38) Entendemos que existe un deber del banco de información de la reclamación de ejecución; sobre este deber puede verse SACRISTÁN BERGIA, F., ob. cit., pp. 68 y ss.; ESPIGARES HUETE, J.C., ob. cit., p. 389.

fraudulenta del beneficiario⁽³⁹⁾, incluso cuando tenga su fundamento en el contrato subyacente, y en todo caso debe oponerse de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 7 del CC, que establece que los derechos deben ejercitarse conforme a las exigencias de la buena fe.

Como ya sabemos la jurisprudencia tiende a admitir que el banco garante oponga en contienda judicial la *exceptio doli*⁽⁴⁰⁾, en aras al principio de la buena fe, cuando la reclamación no procede por abusiva. La cuestión se presenta compleja, porque en la propia carta de garantía el garante ha renunciado a la oposición de excepciones que tengan su origen en la relación subyacente.

Y si se da una situación en la que por la información y pruebas que tiene el garante este conoce la improcedencia de la reclamación de la garantía (el garante normalmente llega a tal conclusión como consecuencia de la documentación que el ordenante le ha entregado justificando la improcedencia o el abuso en la reclamación de ejecución de la garantía), el banco no debe pagar automáticamente para reclamar el reintegro al ordenante, de manera que posteriormente el propio ordenante sea quien tenga que reclamar al beneficiario por reclamación indebida previa restitución al garante. Ciertamente para el garante aparentemente lo más cómodo sería pagar al beneficiario y reclamar el pago al ordenante sabiendo que cuenta con la tranquilidad que le proporcionan las contragarantías previamente exigidas, y encontraría legitimada su actuación tendente a la ejecución de la garantía en el propio texto de la carta de garantía, que incluye la renuncia a oponer excepciones con fundamento en la relación principal, e incluso también en el propio clausulado del contrato de contragarantía, que establece la legitimidad del pago precedido del mero requerimiento del beneficiario. Pero, una vez más, conviene recordar el contexto en el que se desarrollan las relacio-

⁽³⁹⁾ En este sentido pueden verse, entre otros muchos, BUSTO LAGO, J.L., ob. cit., p. 3; NÚÑEZ ZORRILLA, M.ª C., ob. cit., p. 272; RIVES-LANGE/CONTAMINE-RAYNAUD, ob. cit., p. 734; PORTALE, G., ob. cit., p. 642; SÁNCHEZ-CALERO, J., ob. cit., p. 397; SAN JUAN CRUCELAEGUI, J., ob. cit., p. 166; VASSEUR, M., ob. cit., p. 9; VIALE, M., ob. cit., pp. 189-190.

Es destacable que, como afirma SAN JUAN CRUCELAEGUI, J., ob. cit., p. 330, «aun cuando se pueda sostener en términos conceptuales que el abuso de derecho es noción más amplia que el fraude y mala fe, y por lo mismo diferente, en lo relativo a la reclamación del pago de las garantías independientes aparecen con denominaciones diferentes de una misma realidad».

⁽⁴⁰⁾ No obstante su reconocimiento jurisprudencial, conviene recordar que no es una construcción unánimemente admitida por la doctrina y ha recibido críticas; puede verse entre otros: CORTÉS, L., «Garantías personales y reales», en URÍA-MENÉNDEZ, *Curso de derecho mercantil*, cap. 79, Civitas, 2001, p. 663. En el sistema italiano se admite que la *exceptio doli* es un límite a la obligación de pago del banco, pueden verse: MARIANI, P., «Causole compromissorie e giudice internazionalmente competente ad emanare provvedimenti d'urgenza in materia di garanzie bancarie a prima richesta», *Riv. Trimestrale di diritto e procedura civile*, 2000, fasc. 1, p. 262; PORTALE, G., «El contrato autonomo de garantía: causalidad y abstracción en el «Garantievertrag», *RDBB*, n.º 39, p. 642; en Alemania, puede verse: CANARIS, «Die Bedeutung des «materiellen» Garantiefalles für Rückforderungsanspruch bei der Garantie «auf restes anfordern», *ZIP*, 1998, n.º 12, p. 495. Con carácter general la oposición de la *exceptio doli* es admitida por la jurisprudencia en la mayoría de los países; puede verse en este sentido: SAN JUAN CRUCELAEGUI, J., ob. cit., p. 323.

nes banco ordenante, y la importancia que tiene la mutua confianza y el deber de actuación de buena fe que vincula recíprocamente al banco y al ordenante.

Para valorar si procede la oposición al pago de la garantía, también debe tenerse en cuenta cuál es la finalidad que tiene para el beneficiario la presentación de tales garantías, que no es otra que garantizar que en caso de incumplimiento del contrato por el deudor principal el banco indemnizará los daños y perjuicios causados al acreedor-beneficiario de la garantía con el pago de la cantidad estipulada, asegurándose de esta manera el interés del beneficiario⁽⁴¹⁾. Si se permitiese al beneficiario un uso distinto de la garantía amparándose en los términos tan absolutos en los que se redacta la carta de garantía, se estaría dando cobertura al uso fraudulento de un derecho. Por los motivos expuestos creemos que procede exigir al garante la oposición al pago de la garantía cuando concurren circunstancias que pongan de manifiesto la ausencia absoluta de causa que legitime el pago por falta de concurrencia del supuesto garantizado⁽⁴²⁾, o cualquier supuesto de hecho en el que la reclamación de la garantía sea ilícita y constituya un abuso del beneficiario⁽⁴³⁾. Y podemos afirmar que cuando la reclamación de

(41) CARRILLO POZO, L., «La tutela del ordenante frente a las reclamaciones abusivas de las garantías bancarias internacionales», *RDBB*, 2000, p. 380, afirma que «todas, absolutamente todas las garantías vienen referidas a un contrato subyacente, a cuyo acreedor protegen en caso de incumplimiento, y el incumplimiento del contrato subyacente forma parte del supuesto de hecho de la garantía, que existe por ese contrato y por la obligación que de él surge».

(42) Tal y como afirma BONELLI, *Le garanzie bancarie a prima domanda nel commercio internazionale*, Giuffrè, 1991, p. 94, debe entenderse por fraude aquellos casos en los que el beneficiario reclama la garantía sin tener ningún derecho respecto del contrato base. VIALE, M., ob. cit., p. 189, añade que la nulidad del contrato de garantía puede incluso deberse a la nulidad del contrato garantizado; Por su parte, VASSEUR, M., ob. cit., p. 8, se manifiesta en contra al considerar la nulidad como una excepción.

(43) La convención de las Naciones Unidas de 11 de diciembre de 1995, sobre garantías independientes y cartas de crédito contingente, se refiere a las posibles excepciones que puede oponer el banco al beneficiario cuando reclame la garantía; por su interés transcribimos el art. 19, en el que se establece que procede la excepción a la obligación de realizar el pago:

«1. De ser claro y manifiesto que:

- a) Algún documento no es auténtico o está falsificado;
- b) El pago no es debido en razón del fundamento alegado en la reclamación y en los documentos justificativos; o
- c) A juzgar por el tipo y la finalidad de la promesa, la reclamación carece de todo fundamento, el garante/emisor, que esté obrando de buena fe, tendrá el derecho frente al beneficiario de retener el pago.

2. Para los efectos del inciso c) del párrafo 1) del presente artículo, se indican a continuación ciertos supuestos en los que la reclamación carecería de todo fundamento:

- a) Cuando sea indudable que no se ha producido la contingencia o el riesgo, contra los que la promesa proteja al beneficiario;
- b) Cuando la obligación subyacente del solicitante haya sido declarada inválida por un tribunal judicial o arbitral, a menos que en la promesa se indique que tal contingencia forma parte del riesgo cubierto por la promesa;

ejecución de la garantía sea improcedente, el pago que realiza el banco es un pago indebido. En consecuencia, si el banco no opone la *exceptio doli* cuando tiene constancia de la presencia de una reclamación fraudulenta estaría incumpliendo el contrato de contragarantía y actuando en contra de su deber de diligencia. Y entendemos que, como consecuencia del incumplimiento del contrato de contragarantía que obliga al banco a actuar con diligencia, éste perdería su derecho a reclamar el pago al ordenante, porque para el banco oponerse a la reclamación fraudulenta de la garantía no es una facultad, sino que constituye un auténtico deber que surge de la relación que le vincula con el ordenante⁽⁴⁴⁾.

En todo caso, como consecuencia de las características de las garantías independientes, es la propia entidad de crédito garante la que tiene la carga de la prueba sobre la existencia de los motivos que fundamenten la oposición al pago. Y el beneficiario podría reclamar judicialmente al garante la ejecución de la garantía, para lo que sólo tiene que acreditar que tiene tal condición conforme al texto de la garantía, y que presentó su reclamación en tiempo y forma. La exigencia de la prueba de los motivos de oposición alegados por parte del banco garantiza que no existe el riesgo de convertir la «*exceptio doli*» en una especie de cajón de sastre que permita al banco oponer al pago cualquier motivo con fundamento en la relación subyacente, sino sólo aquellas circunstancias que constituyan prueba de la ilicitud de la reclamación de la garantía⁽⁴⁵⁾.

Ciertamente, la presencia de los presupuestos que habilitan la oposición por parte del banco garante de la *exceptio doli* exige un análisis exhaustivo que debe hacerse

c) Cuando sea indudable que se ha cumplido la obligación subyacente a plena satisfacción del beneficiario;

d) Cuando el cumplimiento de la obligación subyacente se haya visto claramente impedido por el comportamiento doloso del beneficiario;

e) Cuando se presente una reclamación al amparo de una contragarantía y el beneficiario de la contragarantía haya pagado de mala fe en su calidad de garante/emisor de la promesa a que se refiera dicha contragarantía.

3. En las circunstancias enunciadas en los incisos a), b) y c) del párrafo 1) del presente artículo, el solicitante tendrá derecho a obtener medidas judiciales provisionales de conformidad con el artículo 20».

⁽⁴⁴⁾ En este sentido pueden verse SÁNCHEZ-CALERO, J., ob. cit., p. 397, que en particular en la nota 187 destaca que para la doctrina alemana se trata de una obligación del banco; SAN JUAN CRUCELAEGUI, J., ob. cit., p. 309.

⁽⁴⁵⁾ VIALE, M., ob. cit., p. 195, sostiene que hay que evitar que una excesiva extensión del concepto de fraude conceda un motivo de oposición en aquellos casos en los que no pueda hablarse de dolo sino de simple mala fe; y en la p. 194 aclara que la existencia de un caso fortuito o de fuerza mayor que determine la posibilidad absoluta de cumplir por parte del deudor principal no es suficiente para calificar como fraudulenta la ejecución de la garantía. En el mismo sentido, CHINÉ, G., «Spunti in tema di garanzie a «prima richesta», tra modifiché unilaterali dell'oggetto della garanzia e la copertura di obbligazioni risarcitorie», *Diritto e Procedura Civile*, 2000, p. 944.

caso por caso⁽⁴⁶⁾, sin que sea posible ofrecer una fórmula que, con carácter general, permita enjuiciar la improcedencia de la reclamación. Los criterios generales más arriba enunciados sobre cuándo una reclamación puede ser fraudulenta permitirán valorar en relación con cada caso concreto la presencia de motivos y determinar si existe el deber del banco de oponer excepciones a la reclamación de ejecución de la garantía.

Por otro lado, cuando los motivos o argumentos que presente el ordenante al garante sobre la no admisión de la reclamación de la garantía no sean suficientes para que el banco tenga un soporte documental que acredite la improcedencia de la reclamación, el banco garante tiene que pagar al beneficiario el importe garantizado. Y posteriormente, si el ordenante tiene documentación o evidencias de que la reclamación resultó indebida atendiendo a la relación principal, podrá dirigirse contra el beneficiario por la indebida reclamación de la garantía, reclamándole el importe de ésta, que previamente habrá reintegrado el ordenante al garante, así como también los daños y perjuicios causados. Lo que el ordenante no puede pretender es que el garante se oponga a la reclamación de ejecución de la garantía cuando no acredite el abuso o fraude de la reclamación, y simplemente plantee problemas de interpretación del contrato que regula la relación subyacente o cualquier otro motivo que no esté claro, porque el banco ha asumido obligaciones a favor del beneficiario que debe cumplir, y además tampoco puede obviarse el hecho de que ha renunciado a oponer al beneficiario excepciones que tengan su causa en la relación principal.

⁽⁴⁶⁾ Lo anterior es así porque, como afirma BONELLI, ob. cit., p. 107, el problema consiste en determinar en qué casos la prueba de la improcedencia de la reclamación es cierta e inequívoca.

NOTICIAS

1. JURISDICCIONES EQUIPARABLES EN MATERIA DE BLANQUEO DE CAPITALES

Con fecha 2 de octubre de 2008, se ha publicado en el BOE la *Resolución de 10 de septiembre de 2008, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se publica el Acuerdo de 14 de julio de 2008, de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, por el que se determinan las jurisdicciones que establecen requisitos equivalentes a los de la legislación española de prevención del blanqueo de capitales.*

Dicho Acuerdo se adopta al amparo de lo dispuesto en el art. 4.1 del *Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales*, aprobado por *Real Decreto 925/1995, de 9 de junio*, conforme al cual se exceptúa de la obligación de exigir identificación a los intervinientes en las operaciones previstas en la legislación de blanqueo de capitales “*cuando el cliente sea una institución financiera domiciliada en el ámbito de la Unión Europea o en aquellos terceros Estados que, por establecer requisitos equivalentes a los de la legislación española, determine la Comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias*”.

Así, el Acuerdo de la Comisión acoge los criterios del Comité comunitario de Prevención del Blanqueo de Capitales y Financiación del Terrorismo, creado por el artículo 41 de la Directiva 2005/60/CE, determinando que (aparte de los Estados miembros de la Unión Europea y del Espacio Económico Europeo, incluidos los territorios de ultramar franceses y neerlandeses, que ostentan dicho reconocimiento por derecho propio) Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Hong Kong, Japón, México, Nueva Zelanda, Federación Rusa, Singapur, Suiza, Sudáfrica y los Estados Unidos establecen requisitos equivalentes a los vigentes en España.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

2. NUEVAS REGLAS UNIFORMES DE LA CÁMARA DE COMERCIO INTERNACIONAL PARA LOS REEMBOLSOS INTERBANCARIOS RELACIONADOS CON CRÉDITOS DOCUMENTARIOS EN OCTUBRE DE 2008

Como se sabe, las Reglas y Usos Uniformes relativas a los créditos documentarios de 2007 (RUU 600) pueden aplicarse, en la medida en que las partes decidan someterse a ellas, desde el 1 de julio de 2007. A pesar de ello, para su completa

implantación está siendo necesaria la actualización de ciertos instrumentos procedentes de la misma fuente [así la propia Comisión Bancaria de la CCI ha preparado las ISBP 2007 (*Práctica Bancaria Internacional Estándar*), que han sustituido a las ISBP 2003; y aunque con pocos cambios materiales, se ha procedido a la aprobación de la versión 1.1 de las RUUe (*Suplemento para la presentación electrónica de las RUU de 1993*)] y de otras, como es el caso de las Reglas SWIFT, imprescindibles para la ágil comunicación interbancaria (*Swift UCP 600 Guidelines*).

La íntegra adaptación del entorno a las nuevas RUU 600 exigía, igualmente, ajustar a los cambios producidos el contenido de las *ICC Uniform Rules for Bank-to-Bank Reimbursement Under Documentary Credits* (—URR 525— Reglas Uniformes de la CCI para los reembolsos interbancarios relacionados con créditos documentarios). Con este objetivo el Comité Bancario de la CCI, en su reunión del pasado 16 de abril, aprobó una nueva versión de las URR. Las nuevas Reglas, que constituirán la publicación n.º 725 (URR 725), se harán efectivas a partir del 1 de octubre de 2008, fecha para la que se espera que esté también disponible la traducción a nuestro idioma.

La primera versión de las *Reglas Uniformes para los reembolsos interbancarios relacionados con los créditos documentarios* de 1995 entró en vigor el 1 de julio de 1996. Desde entonces, vienen proporcionando un marco jurídico adecuado para los casos en que el reembolso del banco designado deba obtenerse mediante la reclamación a un tercero, denominado banco reembolsador.

Por primera vez, las propias RUU en su versión 600 hacen referencia a las URR, indicando que si las partes no se someten expresamente a la versión en vigor de las Reglas Uniformes para los reembolsos interbancarios, se aplicarán los principios establecidos en el art. 13.b) RUU 600.

El origen de los reembolsos interbancarios se sitúa en los años setenta, por lo que en las RUU no hay alusiones a esta figura hasta la versión de 1974 (art. 13 RUU 1974). Ya a finales de esta década se elaboró en Estados Unidos, a través del USCIB (*United States Council on International Banking*), un «libro-guía sobre las operaciones de reembolso llevadas a cabo en el seno de créditos documentarios», que se aplicaba siempre que un banco norteamericano interviniera como reembolsador en tales transacciones. Con posterioridad aparecía una breve referencia en los arts. 21 RUU 1983 y 19 RUU 1993. En este entorno, y concretamente durante la revisión de las RUU 1983, fue cuando se advirtió la necesidad de estudiar y tratar el tema con mayor profundidad, por lo que, previendo que una nueva versión de las RUU se retrasara en exceso (suele hacerse cada diez años), se decidió recomendar a la CCI que desarrollara un conjunto de reglas al margen de las dedicadas a los créditos documentarios. Los trabajos, sin embargo, no fructificaron hasta el año 1995, momento en el cual, como hemos dicho, se publicó la primera versión de las Reglas Uniformes para los reembolsos interbancarios relacionados con créditos documentarios.

María Jesús Guerrero Lebrón

3. GRAN BRETAÑA: REVISIÓN DEL COMBINED CODE ON CORPORATE GOVERNANCE

A finales de mayo de 2008 el *Financial Reporting Council* anunció una revisión parcial del Código Combinado que rige en Gran Bretaña en materia de buen gobierno [v. “FRC to update Combined Code”, Sweet & Maxwells, Company Law Newsletter, 232 (20 de junio de 2008), pp. 3 y 4]. Posteriormente, esa nueva edición del Código combinado ya se ha publicado con vistas a su aplicación en aquellos ejercicios contables que comiencen a partir del 29 de junio de 2008.

La característica general de los cambios introducidos pasa por suavizar algunas reglas aplicables a los consejeros, tanto en cuanto a su simultánea presencia en dos o más sociedades, como con respecto a la participación en los Comités de una misma sociedad. Los cambios fueron el resultado de una previa encuesta realizada en 2007 sobre la incidencia que el Combined Code estaba teniendo sobre las sociedades afectadas. El primero de los cambios destacados se refiere a la admisión de la presencia simultánea como consejero en más de una de las sociedades incluidas en el índice FTSE 100. En segundo lugar, para aquellas sociedades no incluidas en el FTSE 350, se permite al Presidente de la compañía estar presente en el Comité de Auditoría (no como presidente) cuando el afectado tenía la condición de independiente al ser nombrado.

La edición completa del Combined Code June 2008 puede obtenerse a través de www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm.

Juan Sánchez-Calero

4. RECOMENDACIONES DE LA CNMV A LAS SOCIEDADES DE VALORACIÓN E INMOBILIARIAS COTIZADAS

En el mercado inmobiliario, la fijación del precio de los inmuebles se basa en una valoración individualizada de los mismos, a diferencia de lo que sucede con los valores negociables e instrumentos financieros negociados en los mercados secundarios de valores, en los que existe un precio de cotización, que se reconoce generalmente como precio objetivo. Por ello, cuando ambos mercados se interrelacionan, como sucede en el caso de las sociedades inmobiliarias cotizadas, la correcta valoración de los inmuebles integrados en sus patrimonios es presupuesto para que las cotizaciones de las acciones representativas de sus capitales tengan una base real y no deriven hacia movimientos meramente especulativos sin contraste con el valor real de los bienes inmuebles, que sustancialmente amparan el valor de aquellas acciones.

Es por lo anterior por lo que la regulación legal y reglamentaria de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria exige que las tasaciones de los bienes inmue-

bles y derechos reales que integren sus patrimonios sean realizadas por sociedades de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario y conforme a normas específicas que garanticen la objetividad y adecuación de dichas tasaciones (ver art. 57 del Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva), entre las que se encuentran el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de desarrollo de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, el Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, la Orden Ministerial ECO/805/2003, de 27 de marzo, modificada parcialmente por la Orden EHA/3011/2007, de 4 de octubre, y la Circular de la CNMV 4/1994, de 14 de diciembre, modificada parcialmente por la Circular de la CNMV 2/2008, de 26 de marzo.

Sin perjuicio de lo anterior, ante la intensa crisis del mercado inmobiliario de los últimos tiempos, la CNMV ha considerado conveniente realizar una serie de recomendaciones dirigidas tanto a las sociedades de valoración como a las sociedades inmobiliarias cotizadas referidas a la valoración de inmuebles. En consecuencia, en el pasado mes de julio de 2008, la CNMV publicó en su página Web las “Recomendaciones de la CNMV a las Sociedades de Valoración e Inmobiliarias Cotizadas o en proceso de salida a Bolsa, en relación con la Valoración de Activos Inmuebles”. Estas recomendaciones se dirigen a las sociedades de valoración y compañías inmobiliarias con valores admitidos o en proceso de admisión a negociación en un mercado regulado, domiciliado en la Unión Europea, cuando España sea Estado miembro de origen, en el contexto de la contratación de trabajos de valoración de inmuebles, que no estén sujetos a la regulación específica del Real Decreto 775/1997 y la Orden ECO/805/2003, siempre que la normativa contable requiera su medición a valor razonable, a efectos de su registro en balance o en cuenta de resultados, o bien su desglose en notas explicativas.

En consecuencia, el documento publicado por la CNMV contiene recomendaciones dirigidas a dos tipos de entidades:

a) Las “Recomendaciones de la CNMV a las sociedades de valoración”, que abarcan aspectos tales como la implantación de procedimientos internos que aseguren la independencia de las mismas y del personal responsable de valorar los inmuebles y la detección de posibles conflictos de interés, el diseño de mecanismos que permitan identificar la adecuación de sus medios materiales y humanos a los trabajos de valoración encomendados, el establecimiento de procedimientos internos de contraste de los informes de valoración, la determinación de una cobertura por responsabilidad en cada valoración, etc.

b) Las “Recomendaciones de la CNMV a las sociedades inmobiliarias cotizadas o en proceso de salida a bolsa”, que abarcan aspectos tales como el desarrollo de procedimientos internos de selección y contratación de sociedades de valoración, de verificación de la validez de los informes de valoración emitidos y de su adecuación a los requisitos establecidos por las normas internacionales de valoración (IVS) y de contabilidad (NIIF), de garantía de la independencia de las empresas de valoración, etc.

Alberto Javier Tapia Hermida

5. EE.UU.: DECLARACIÓN JUDICIAL DE NULIDAD DE LAS DISPOSICIONES EN LA LEGISLACIÓN RELATIVA AL CONCURSO DE CONSUMIDORES

En el año 2005 se llevó a efecto una importante reforma del Derecho de las insolvencias norteamericano con vistas a una mejor tutela de los consumidores ante la proliferación de procedimientos concursales protagonizados por ellos, así como tratando de limitar determinadas prácticas abusivas de la solicitud de declaraciones de insolvencia. Una de las disposiciones más polémicas contenidas en la *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act 2005* introducía una prohibición que afectaba a los Abogados a la hora de recomendar a sus clientes la asunción de una mayor deuda en momentos previos a la presentación de la declaración de concurso. Varios Tribunales norteamericanos se ocupan actualmente de demandas contra la citada prohibición.

La primera resolución recaída correspondió a un Tribunal Federal de Saint Louis, que rechazó dicha prohibición normativa afirmando que lo que en realidad conllevaba era impedir a los Abogados prestar el mejor asesoramiento a sus clientes, teniendo en cuenta que son varias las situaciones en las que la refinanciación de un cliente puede tener efectos beneficiosos no sólo para el mismo, sino también para los restantes acreedores (v. KENDALL, B., “Court Finds Violation In Bankruptcy Law”, en *The Wall Street Journal*, 5 de septiembre de 2008, p. C4, disponible en www.wsj.com).

Es previsible que a la vista del contenido constitucional de la citada resolución y el de las posteriores sentencias sobre este mismo asunto, corresponda al Tribunal Supremo estadounidense la resolución final en cuanto a la admisibilidad o nulidad de la indicada prohibición.

Mónica Fuentes Naharro

6. LA “LEY VOLKSWAGEN” Y OTRAS “ACCIONES DE ORO”: LA LUCHA CONTINÚA

Mediante su Sentencia dictada el 23 de octubre de 2007 (asunto C-112/05), el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE) declaró que Alemania incumple las previsiones del Tratado de la Comunidad Europea (TCE) relativas a la libre circulación de capitales (art. 56) a causa de los privilegios societarios que se mantienen para el Estado (encarnado en el Estado Federal y en el Estado de la Baja Sajonia) en la administración de la sociedad VOLKSWAGENWERK GmbH, en virtud de lo dispuesto en la denominada “Ley Volkswagen” de 21 de julio de 1960 (en su versión de 31 de julio de 1970, denominada *Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand*), consistentes en una representación nata de las autoridades públicas y en el establecimiento del 20% como porcentaje de límite de derecho de voto y de bloqueo.

En un principio, el Gobierno alemán manifestó su disposición a reformar la Ley para acomodarla al pronunciamiento del TJCE (interesa recordar que el requerimiento original de la Comisión Europea que dio lugar al procedimiento por incumplimiento se formuló en marzo de 2003). Sin embargo, la Comisión Europea ha entablado un procedimiento de infracción contra Alemania por incumplimiento de la citada Sentencia (v. art. 228.1 TCE), según anunció el 5 de junio de 2008. Posteriormente, la Canciller Angela Merkel manifestó que “la renovada Ley Volkswagen respeta el derecho de la UE” (*El Mundo*, 24 de septiembre de 2008), pero habrá que esperar para ver si la Comisión comparte este criterio.

Del mismo modo, la Comisión Europea ha anunciado el 18 de septiembre de 2008 que recurrirá ante el TJCE por el incumplimiento de la libre circulación de capitales por parte de Portugal, en virtud de los derechos de voto que el Estado portugués ostenta en Electricidade de Portugal (EDP).

Por otro lado, el correctivo aplicado a España por el régimen de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas (una suerte de “acción de oro”) mediante la Sentencia del TJCE de 13 de mayo de 2003 (asunto C-463/00) ya fue desarrollado por la Ley 13/2006, de 26 de mayo, que derogaba la Ley 5/1995, de 23 de marzo. La Comisión Europea anunció el 19 de julio de 2006 que archivaba las actuaciones contra España por ese concepto. Sin embargo, se han abierto nuevos frentes que cuestionan la legislación española.

Así, la Sentencia del TJCE de 14 de febrero de 2008 (asunto C-274/06) declaró que España vulnera la libre circulación de capitales por mantener las previsiones de la Disposición Adicional 27.^a de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, en la redacción dada a la misma por el artículo 94 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, que limitan los derechos de voto correspondientes a las acciones poseídas por las entidades públicas en las empresas españolas que operen en el sector energético.

Por otra parte, la legislación del sector energético contiene previsiones sobre adquisiciones de participaciones en empresas del sector que pueden ser utilizadas como instrumento de control de tal intervención pública, adquisiciones que pueden ser autorizadas o condicionadas, en virtud de la Disposición Adicional Undécima, Tercero, 1, función decimocuarta de la Ley del Sector de Hidrocarburos (en la redacción dada a la misma por el Real Decreto-Ley 4/2006, de 24 de febrero), por el Consejo de la Comisión Nacional de Energía (CNE) (conforme al art. 19 del Real Decreto 1339/1999, de 31 de julio). La conocida como “Función 14.^a” ha sido cuestionada por su incompatibilidad con el Derecho comunitario. Así, la Sentencia del TJCE de 17 de julio de 2008 (asunto C-207/07) declara que el Reino de España incumple los artículos 43 y 56 TCE al mantener la Función 14.^a Esta Sentencia se vio precedida por la dictada con fecha 6 de marzo de 2008 (en el asunto C-196/07), por la que se declaraba que las condiciones impuestas a EON conforme a la Función 14.^a para autorizar su OPA sobre Endesa eran incompatibles con el Derecho comunitario. La Decisión de la Comisión Europea de 5 de diciembre de 2007 (asunto COMP./M.4685-Enel/Acciona/Endesa) autorizó la concentración y específicamente declaró que España incumple el TCE al mantener la Función 14.^a, requiriendo que se llevaran a cabo las modificaciones oportu-

tunas antes del 10 de enero de 2008. Todavía no se han llevado a cabo las reformas legislativas procedentes, de hecho la CNE ha resuelto no aplicar la Función 14.^a a la vista de esas circunstancias (según declaró en la Resolución de 18 de septiembre de 2008 sobre la adquisición de una participación en Unión Fenosa, S.A. por Gas Natural, SDG, S.A.).

Tampoco Italia se ha librado de esta acometida comunitaria. Está pendiente la aplicación de la Sentencia del TJCE de 6 de diciembre de 2007 (asuntos C-463/04 y C-464/04), por la que se declaró que la norma italiana que permite que los estatutos de una sociedad anónima faculten al Estado italiano nombrar directamente a uno o varios administradores es contraria al art. 56 de la TCE.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

7. RECOMENDACIÓN EUROPEA LIMITANDO LA RESPONSABILIDAD DE LOS AUDITORES

La Comisión Europea aprobó recientemente su Recomendación de 5 de junio de 2008, sobre la limitación de la responsabilidad civil de los auditores legales y las sociedades de auditoría (v. DOUE L 162, de 21 de junio de 2008, p. 39 y ss.). El simple título de la recomendación expresa su interés, pues no puede ignorarse que en los últimos años la profesión auditora ha sido una de las que más ha padecido la ola de escándalos y crisis empresariales de sociedades cotizadas. Frente a la tendencia registrada en el período inmediatamente posterior a la producción de esos escándalos a favor de la exigencia de responsabilidad patrimonial de las firmas auditoras en términos severos, la Recomendación europea trata de hacer frente al grave problema que implica la existencia de una responsabilidad ilimitada de los auditores.

Como se dice en su Considerando (2), la volatilidad de los mercados ha incrementado para los auditores el riesgo de responsabilidad civil, al propio tiempo que por la potencial cuantía de esa responsabilidad, se hacen evidentes las grandes dificultades para conseguir una cobertura de esa responsabilidad mediante el correspondiente seguro (v. al respecto, PACHECO CAÑETE, M., “El seguro de responsabilidad civil de los auditores y las cláusulas de reclamación”, RES 132, 2007, p. 463 y ss). La responsabilidad ilimitada podría así suponer un obstáculo insalvable para la aparición de nuevas firmas o redes de auditoría capaces de asumir la verificación de sociedades cotizadas y de sus grupos. Por ello, la Comisión decidió avanzar a favor de una limitación de responsabilidad de los auditores, si bien la opción por una Recomendación se justifica, entre otras causas, porque ante la diversidad de los sistemas de responsabilidad civil en los Estados miembros, parecía conveniente dejar en manos de cada uno de ellos la elección del método de limitación de responsabilidad más adecuada dentro de las variantes contempladas por la propia Recomendación.

La Recomendación se refiere a la auditoría de sociedades cotizadas y su disposición esencial es la limitación establecida en sus apartados 2 a 4. La limitación de

responsabilidad por incumplimiento de los deberes profesionales no resultará aplicable a situaciones de incumplimiento deliberado de esos deberes. Es una limitación que opera frente a la propia sociedad auditada y frente a terceros y su establecimiento no debería impedir que los perjudicados por los actos del auditor tengan un resarcimiento justo.

Las fórmulas de limitación pueden consistir en cualquiera de las tres siguientes: (i) la fijación de una cuantía máxima para la eventual indemnización; (ii) la determinación de unos principios que hagan posible que los límites de la responsabilidad atiendan a la “*contribución real al perjuicio sufrido por el reclamante*” y, por último, (iii) el establecimiento de normas que autoricen al auditor la fijación de un límite de responsabilidad por medio de un acuerdo. En relación con esto último, la Recomendación impone otras tres condiciones: a) que el acuerdo pueda ser objeto de revisión judicial; b) que la limitación sea decidida por los miembros del órgano de administración, dirección y supervisión de la sociedad auditada y aprobada por los accionistas, a través de la Junta general, y c) que la limitación de la responsabilidad del auditor conste en la Memoria de la sociedad auditada.

La Recomendación concluye con una llamada a la prudencia de los Estados miembros, a los que se recomienda examinar el impacto de posibles medidas sobre los mercados financieros y las propias sociedades. La Recomendación deberá haber sido adoptada ante el 5 de junio de 2010.

Juan Sánchez-Calero

8. ESLOVAQUIA SE INCORPORA AL EURO

El pasado día 8 de julio de 2008, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) de la Unión Europea acordó la adopción del euro por Eslovaquia el 1 de enero de 2009 sin período de “desaparición gradual” (esto es, con introducción simultánea de monedas y billetes de curso legal), tras haber analizado los informes sobre la situación de convergencia, subrayando que esa incorporación se producirá en el décimo aniversario de la implantación del euro, en lo que la Comunicación de la Comisión Europea (COM[2008]480, final) califica hiperbólicamente como “*un escenario de big bang*”. Así, se publicó el *Reglamento (CE) n.º 693/2008, del Consejo, de 8 de julio de 2008, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 974/1998 en lo que se refiere a la introducción del euro en Eslovaquia*.

De esta forma, Eslovaquia se convierte en el decimosexto Estado miembro de los que componen la “eurozona”, quedando por el momento fuera de la misma (aparte de Dinamarca y Reino Unido, que en su día hicieron uso del “opt-out”) Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa, Rumania y Suecia.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

9. CRITERIOS DE LA CNMV SOBRE DETECCIÓN Y COMUNICACIÓN DE OPERACIONES SOSPECHOSAS

Nuestra Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores establece, desde su reforma por la Ley 12/2006, de 16 de mayo, en su art. 83 quáter, el deber de las entidades que efectúan operaciones con instrumentos financieros de comunicar a la CNMV las operaciones sospechosas de utilizar información privilegiada o falsear la libre formación de los precios.

En el anterior contexto, la Iniciativa contra el Abuso de Mercado formulada por la CNMV en 2006 incluía el fomento del cumplimiento de esta obligación de Comunicación de Operaciones Sospechosas (COS) y, en esta línea, la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV ha publicado, el pasado mes de julio de 2008, en su página Web, unos “Criterios de la CNMV sobre Detección y Comunicación de Operaciones Sospechosas” inspirados en las orientaciones de CESR) en materia de abuso de mercado, en las buenas prácticas detectadas en entidades concretas y en los criterios establecidos en otros países de nuestro entorno.

El contenido de dicho documento, tras su introducción se estructura en los tres apartados siguientes:

a) Los “Criterios en Materia de Organización y Procedimientos” que deben adoptar las entidades en cumplimiento del art. 70 ter.1 de la LMV y que se refieren a las cuestiones organizativas, los procedimientos internos, la formación de empleados, los medios informáticos para la detección de las COS, los formatos y canales de comunicación de las COS a la CNMV y la información y resolución de consultas relacionadas con las COS por parte de dicha CNMV.

b) Los “Criterios y Directrices a aplicar en la Detección y Comunicación de Operaciones Sospechosas” que empiezan por aclarar que la CNMV no considera procedente establecer parámetros cuantitativos que delimiten cuándo una operación o un movimiento de mercado son inusuales, atípicos o deben generar sospecha. En todo caso, la CNMV considerará contrarias a la normativa las COS de tipo generalizado e indiscriminado, establece el deber de realizar las COS tanto en el momento de su realización como las conocidas con posterioridad, extiende el deber de comunicación a las operaciones sospechosas de contravenir la normativa sobre abuso de mercado y considera que la obligación de comunicar operaciones sospechosas también se refiere a todo tipo de instrumentos financieros, incluidos los derivados; por lo que no cabe diferenciar entre operaciones en mercados regulados, en otros mercados organizados u operaciones OTC.

c) Las “Indicaciones de Posibles Operaciones Sospechosas” donde la CNMV, sin perjuicio de los indicios tipificados en el Capítulo I del Real Decreto 1333/2005, en materia de abuso de mercado (ver nuestra noticia sobre “*Abuso de mercado: desarrollo de la Ley del Mercado de Valores por el Real Decreto 1333/2005*”, en esta RDBB n.º 101, 2006, pp. 229 y ss.) ofrece una relación no exhaustiva de posibles indicios de tres tipos de operaciones sospechosas: operaciones sospechosas de

abuso de mercado (con información privilegiada o de manipulación del mercado), posibles operaciones con información privilegiada y posibles indicios de manipulación del mercado.

Alberto Javier Tapia Hermida

10. PROYECTO DE LEY SOBRE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES

Con el título de esta noticia presentó el Gobierno a finales del pasado mes de mayo de 2008 el correspondiente Proyecto de Ley (el texto del mismo se ha apuntado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales serie A n.º 4-1 de 30 de mayo de 2008; también accesible a través de la página www.congreso.es). Estamos ante un Proyecto de Ley que trata de dar cumplimiento al deber de incorporación al ordenamiento español de determinadas Directivas comunitarias, pero que al propio tiempo también está llamado a jugar una función decisiva en lo que podríamos describir genéricamente como la modernización de nuestro Derecho de sociedades, y, en particular, del aplicable a las sociedades de capital. En su Exposición de Motivos se justifica el recurso a una nueva Ley y no haber recurrido a modificaciones de algunas de las normas ya existentes por el hecho de que el Proyecto de Ley que comentamos nace con la vocación de ser una Ley Mercantil General, aplicable a cualquier tipo societario.

Es comprensible que la mayor parte del texto del Proyecto de Ley, esté dedicado, efectivamente, al régimen de las modificaciones estructurales. La causa de ello la tenemos en la incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva 2005/56/CE de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital. Como correctamente recuerda la Exposición de Motivos del Proyecto, no han faltado en la práctica empresarial española determinadas fusiones transfronterizas, algunas de ellas de especial trascendencia empresarial. La incorporación de la Directiva significa, sin embargo, que nuestro ordenamiento cuenta ya con una cobertura adecuada para este tipo de operaciones que en el marco de una progresiva integración del mercado y de empresas están llamadas a ser cada vez más frecuentes.

En esa regulación algunos aspectos son novedosos, como el que hace referencia al traslado del domicilio de sociedades españolas al extranjero y al traslado en sentido distinto del domicilio de sociedades constituidas en otros Estados hacia nuestro territorio. En relación con las llamadas modificaciones estructurales, resume el Proyecto de Ley su inspiración en una aceptación de la concepción que describe como mucho más amplia de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada en relación con las operaciones como la transformación, la fusión, la escisión o la escisión global de activo y pasivo, frente a las disposiciones de la Ley de Sociedades Anónimas que reflejaban una visión mucho más restrictiva.

También se dice en la Exposición de Motivos que el contenido de la Ley alcanza otros aspectos sin duda destacados del régimen de las sociedades de capital. En primer lugar en relación con el proceso de constitución. Como acertadamente se señala, no se ha producido todavía en el ámbito europeo una solución definitiva a las distintas posiciones que se vienen proyectando en relación con cuestiones tan relevantes como el régimen del capital social. Sin perjuicio de ello se ha considerado que existen algunos principios ya sentados que debieran de conducir al criterio de una mayor flexibilidad de determinados postulados de la constitución de sociedades, sabiendo que cuando culmine en el ámbito europeo la revisión de los principios plasmados en su día en la Segunda Directiva de sociedades de 1977, habrá que volver a abordar, esta vez ya sobre una perspectiva mucho más duradera, el régimen resultante de sus trabajos. También se han modificado aspectos relativos a las aportaciones no dinerarias o al régimen de autocartera, siendo merecedor de una mención particular el acogimiento de un principio indiscutido, pero que pasa a tener una cobertura explícita en el ordenamiento: la igualdad de trato entre los accionistas o socios.

Como se señalaba, el Proyecto de Ley no simplemente es trascendente por su contenido sino también por cómo proyecta la labor legislativa futura. Esto viene a cuento de la encomienda al Gobierno para que se proceda en un momento posterior a una refundición en un único texto legal de las leyes reguladoras de las sociedades de capital. Por lo tanto, nos encontramos ante una tarea venidera que va a tener un efecto decisivo en la nueva fase de nuestro Derecho de las sociedades de capital. La Disposición final sexta del Proyecto de Ley encomienda al Gobierno la realización de esa tarea en el plazo de doce meses, presentando un Proyecto de Ley que deberá titularse “*Ley de Sociedades de Capital*” y que tendrá que incorporar no simplemente las dos leyes básicas del régimen de la sociedad anónima y de la sociedad limitada, sino también determinadas disposiciones que el Código de Comercio dedica a la sociedad comanditaria por acciones y las disposiciones contenidas en la Ley del Mercado de Valores con respecto a las sociedades anónimas cotizadas, todo ello, claro está, con la inclusión imprescindible de la futura Ley de Modificaciones Estructurales.

Juan Sánchez-Calero

11. ¿QUÉ ES EL “PLAN PAULSON”?

Desde hace unas semanas, el nombre de Paulson ha adquirido una repercusión mundial. La mayoría de los ciudadanos que, a mediados de septiembre de 2008, nada o casi nada sabían sobre la existencia de la figura del Secretario del Tesoro de Estados Unidos (¿pero no se llamaba Greenspan?) se refieren ahora con gran naturalidad a “Hank” Paulson, artífice del plan financiero por él promovido, junto con el Presidente de la FED —la Reserva Federal de Estados Unidos (su Banco Central)— Ben Bernanke (¿pero no era Greenspan?).

El Secretario del Tesoro (equiparable al Ministro de Hacienda) Henry Merritt “Hank” Paulson Jr. (antiguo presidente ejecutivo de Goldman Sachs) anunció el 19 de septiembre de 2008 (previa consulta con los líderes de los dos partidos representados en el Congreso de Estados Unidos) un plan de salvamento con una financiación inicial de 50.000 millones de dólares (luego incrementada hasta 700.00 millones), después de las alteraciones sufridas en los mercados como consecuencia de la solicitud de concurso del banco de inversión Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y del rescate público (a través de un crédito-puente) de la aseguradora American International Group (AIG) al día siguiente (por 85.000 millones de dólares), hechos que vinieron a colmar la situación de desconfianza derivada de la crisis de las hipotecas infravaloradas (las conocidas como “*subprime*” o “hipotecas basura”) originada en 2007 y con la previa adquisición de las entidades de crédito hipotecario —avaladas por el Gobierno— *Federal National Mortgage Association* (popularmente conocida como “Fanny Mae”, creada como Agencia federal en 1938 y refundada como sociedad pública en 1968) y *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (conocida como “Freddie Mac” y constituida como sociedad pública por Ley en 1970).

En ese contexto, se hace público el plan bautizado con el nombre de su promotor, cuyo propósito esencial era sanear los mercados mediante la adquisición por el Gobierno federal de activos conflictivos (“turbulentos”, “dañados” o, de forma mucho más dramática, “tóxicos”). Sin embargo, no se trata de una iniciativa puramente programática, sino que se funda en una planificación detallada (sin perjuicio de lo cual, el primero esbozo se contenía en sólo tres páginas), que es denominada de modo conjunto como *Troubled Assets Relief Program* (TARP). Encuentra una inspiración en la Agencia federal creada el 22 de enero de 1932, durante la Depresión, por el Presidente Herbert Hoover, la *Reconstruction Finance Corporation* (que fue dotada con un capital de 500 millones de dólares y autorizada para tomar préstamos por 2.000 millones de dólares), la cual, a su vez, tenía su precedente en la *War Finance Corporation* creada tras la I Guerra Mundial. Sin duda, la alusión al contexto en el que nacieron esos antecedentes no resulta tranquilizadora en estos momentos.

La clave se halla en el concepto de “*bailout*” o ayuda financiera. Las facultades del Secretario del Tesoro para emprender este tipo de iniciativas se encuentran en las que le confiere la administración del Fondo de Estabilización de Cambios (*Exchange Stabilization Fund*), creado por la Ley de Reservas de Oro de 31 de enero de 1934 (*Gold Reserve Act*), modificada en 1970, conforme a las cuales puede realizar transacciones con oro, divisas y otros instrumentos de crédito y valores.

Dentro de esa estrategia, el núcleo se encuentra en el proyecto legislativo titulado como Ley de Estabilización Económica de Emergencia (“*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*” o “EESA”), cuyo Título I ostenta precisamente el epígrafe de “Tarp”. Ésta es la iniciativa legislativa cuyos avatares en el Senado y en el Congreso de Estados Unidos han sido objeto de sobrecogida expectación por los mercados de todo el mundo. Registrado el proyecto el 3 de septiembre de 2007, la votación decisiva a favor tuvo lugar el viernes 3 de octubre de 2008 en el Congreso, que, después de una votación inicial en contra, finalmente acogió las enmiendas aprobadas por el Senado el día 1. La Ley está identificada con la referencia “H.R. 1424”.

El objeto de la Ley es “*conferir autoridad al Gobierno Federal para comprar y asegurar determinadas clases de activos afectados con el propósito de dotar de estabilidad y de prevenir la alteración en la economía y en el sistema financiero y para proteger a los contribuyentes; modificar el Código de la Renta de 1986 para crear incentivos a la producción y conservación de energía; extender determinadas disposiciones a su vencimiento; aliviar la fiscalidad de renta individual; y para otros propósitos*”.

A lo largo de 169 páginas en su versión definitiva (después de manejarse textos de hasta 451 páginas), la EESA se divide en tres grandes Divisiones: A (“*Emergency Economic Stabilization*”), B (“*Energy Improvement and Extension Act of 2008*”) y C (“*Tax Extenders and Alternative Minimum Tax Relief*”). La División A —que es la más significativa desde la perspectiva del plan de rescate— cuenta con una parte introductoria, de 3 artículos, donde, entre otros aspectos, se definen los “*activos conflictivos*” (*troubled assets*) como “*las hipotecas de viviendas o locales de negocio o los valores, obligaciones o cualesquiera instrumentos basados en o vinculados a tales hipotecas, que en cada caso tuvieran su origen o fueran emitidos antes del 14 de marzo de 2008, y cuya compra promueva la estabilidad del mercado financiero a juicio del Secretario del Tesoro; y cualquier otro instrumento financiero cuya compra, a juicio del Secretario del Tesoro, previa consulta con el Presidente del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, sea necesaria para promover la estabilidad del mercado financiero, pero sólo después de haber comunicado por escrito dicha decisión a los comités correspondientes del Congreso*”.

Según hemos dicho, el Título I recoge los términos del TARP o plan de rescate en sentido estricto, a lo largo de 36 artículos (numerados del 101 al 136, ambos inclusive), en los que se regula la compra y aseguramiento de los activos, los informes y procedimientos, la asistencia a los propietarios, la transparencia del mercado, las autorizaciones, la financiación o los órganos creados al efecto (la *Office of Financial Stability*, el *Financial Stability Oversight Board*, el *Inspector General for the TARP*, o el *Congressional Oversight Panel*), entre otros aspectos. Cabe subrayar —por el interés que ha suscitado— el artículo 111, referido a las compensaciones de ejecutivos y al gobierno corporativo (con prohibición de “*paracaídas dorados*”).

A continuación, el Título II se dedica a disposiciones presupuestarias (con cuatro artículos) y la Ley termina con el Título III, consagrado a las disposiciones fiscales (con tres artículos). Las Divisiones B y C recogen numerosas modificaciones en otros textos legales.

A tal efecto, como hemos indicado, se crea la Oficina de Estabilidad Financiera, que se ocupará de la gestión para la adquisición de los activos afectados y para cuya dirección ha sido nombrado Neel Kashkari, antiguo vicepresidente de GOLDMAN SACHS (hasta 2006, cuando se incorporó al Tesoro).

Según Niall FERGUSON (“*The End of Prosperity*”, *Time*, 2 de octubre de 2008), este plan puede ser una solución sólo a corto plazo, pero es mejor a corto que a ninguno, y es la forma de que los Estados Unidos demuestren que, al contrario que en 1930, están haciendo todo lo posible para esquivar la “*Gran Depresión 2.0*”.

El Consejo de la Unión Europea celebrado el 7 de octubre de 2008 discutió la situación financiera en Europa, con el ánimo de establecer estrategias comunes y, así, adoptó Conclusiones sobre una respuesta coordinada de la Unión Europea ante la ralentización económica, sobre la retribución de los directivos, sobre la estabilidad financiera y la supervisión financiera, y sobre la lucha contra el fraude fiscal. Sin perjuicio de ello, cada Estado miembro va adoptando las propias unilateralmente, en un efecto dominó de declaraciones gubernamentales de apoyo al sistema financiero nacional mediante la inyección de fondos, la compra de activos (“sanos” o “enfermos”) o la prestación de garantías. En el caso de España, se ha anunciado la creación de un fondo para inyectar 30.000 millones de euros a bancos y cajas de ahorros, con el propósito de que concedan créditos. Iremos dando cuenta de estas iniciativas en próximos números de esta Revista.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

WESTPFAHL, L./JANJUAH, R.K., “Zur Modernisierung des deutschen Sanierungsrechts-Ein Beitrag zur aktuellen Diskussion über die Reformbedürftigkeit des deutschen Insolvenzrechts”, en *ZIP* n.º 3 (suplem.), (2008), p. 1.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

ENRICKE, U., “Zur Kooperation von Insolvenzgerichten bei grenzüberschreitenden Insolvenzverfahren im Anwendungsbereich der EuInsVO”, en *ZIP* n.º 51-52 (2007), p. 2395.

FUENTES NAHARRO, M., “Algunas consideraciones sobre el informe acerca del principio de proporcionalidad entre propiedad y control en la Unión Europea”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 541.

GUISADO MORENO, A., “El ‘sueño europeo’ de la unificación jurídica y la incidencia de las normas sobre contratación electrónica”, en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 87 (2007), p. 47.

HONSELL, H., “Die Erosion des Privatrechts durch das Europarecht”, en *ZIP* n.º 11 (2008), p. 621.

MARANO, P., “Il mercato unico della intermediazione assicurativa: aspirazioni europee ed illusioni nazionali”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 2 (2008), p. 175.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.T., “La Directiva sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas, y su impacto sobre el Derecho español”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 39.

PARTE ESTEBAN, L., “Principales novedades del nuevo Plan General de Contabilidad”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 529.

SCIUTO, M., “Organizzazione e merito di crédito delle società a responsabilità limitata alla luce di ‘Basilea 2’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 6 (2007), p. 702.

YANES YANES, P., “Simplificación del entorno empresarial y posible neorregulación del acervo comunitario en materia de sociedades, contabilidad y auditoría [Comunicación de la Comisión relativa a la simplificación del entorno empresarial en los ámbitos del Derecho de sociedades, la contabilidad y la auditoría. COM (2007) 394 final]”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 423.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ALONSO UREBA, A./PULGAR EZQUERRA, J., “Relación de grupo y administrador de hecho en el concurso de sociedades integradas en un grupo”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 19.

HIRTE, H., “Vorschläge für die Kodifikation eines Konzerninsolvenzrechts”, en *ZIP* n.º 10 (2008), p. 444.

— BANCOS

CAPRIGLIONE, F., “I ‘prodotte’ di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.^a, n.º 1 (2008), p. 20.

NAVARRA, B., “I trasferimenti di azienda bancaria ex Art. 58 t.u.b.: ancora in merito alla legittimazione passiva in caso di azione revocatoria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, n.º 6 (2007), p. 786.

— CAJAS DE AHORROS

COLINO MEDIAVILLA, J.L., “¿Es básica la norma estatal que establece que las cuotas participativas carecen de todo derecho político?”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 295.

SALVADOR ARMENDÁRIZ, M.^aA., “A propósito de la naturaleza jurídica de las Cajas de Ahorro. STS de 17 de enero de 2006”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 353.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

MONDANI, A., “Conoscenza dello stato d’involverza e segnalazione alla Centrale Rischio”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, n.º 1 (2008), p. 25.

POLKE, P./WITTIG, A./SCHNÖDL, M., “Die darlehensvertragliche Umsetzung der Eigenkapitalgrundsätze nach Basel II”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 595.

— RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)

MARSEGLIA, C., “Rottura brutale del credito e responsabilità della banca”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, n.º 1 (2008), p. 86.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

FESTI, F., “L’ambito di applicazione ed i limiti dell’exceptio doli generalis”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, n.º 6 (2007), p. 710.

OGILVIE, M.H., “The Reception of Etridge (No. 2) in Canada”, en *The Journal of Business Law* n.º 3 (2008), p. 191.

— CONTRATOS BANCARIOS

AUMÜLLNER, P., “Das Recht der Stellvertretung in den Principles of European Contract Law (PECL) und in der österreichischen Rechtsordnung-ein Systemvergleich”, en *Zeitschrift für Rechtsvergleichung Internationales Privatrecht und Europarecht* n.º 8 (2007), p. 208.

CAPURRO, T., “In tema di clausola attributiva dello ius variandi”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, n.º 2 (2008), p. 229.

CARRIERO, G., “Autonomia private e disciplina del mercato: il credito al consumo”, (*Tratato di diritto privato diretto da M. Bessone*), vol. XXXI, 2.^a ed., Turín (2007), pp. XIV-264.

EIDENMÜLLER, H., “Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 644.

JARDIM, A., “Acordos de garantia financeira: o respectivo regime jurídico face ao Decreto-Lei 105/2004, de 8 de maio”, en *Revista da Banca* n.º 62 (2006), p. 141.

KOH, P., “Some Issues in Misrepresentation”, en *The Journal of Business Law* n.º 2 (2008), p. 123.

LEUSCHNER, L., “Gebotenheit und Grenzen der AGB-Kontrolle”, en *Archiv für die Civillistische Praxis* n.º 4-5 (2007), p. 491.

MANCINI, T., “L’abusività della clausola compromissoria per arbitrato irrituale nei contratti con il consumatore”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.^a, n.º 1 (2008), p. 111.

MAYORGA MORENO, A., “Los derechos de información previa y de desistimiento en la contratación electrónica de servicios financieros. Especial referencia a los contratos bancarios”, en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 87 (2007), p. 3.

MERKT, H., “Angloamerikanisierung und Privatisierung der Vertragspraxis versus Europäisches Vertragsrecht”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 490.

MORERA, U., “Contratti bancari (disciplina generale)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 2 (2008), p. 163.

NOBBE, G., “Der Verkauf von Krediten”, en *ZIP* n.º 3 (2008), p. 97.

RÖSLER, H., “Arglist im Schuldvertragsrecht”, en *Archiv für die Civilistische Praxis* n.º 4-5 (2007), p. 564.

RUSSO, C.A., “Il caso Parmalat: tra conflitto d’interesse dei lead manager e tutela risarcitoria”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, parte 2.ª, n.º 6 (2007), p. 1252.

SPINDLER, G., “Konzernfinanzierung”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 245.

— CUENTA CORRIENTE

DI GIROLAMO, F., “Brevi considerazioni sulla scientia decoctionis di correntista pluriaffidato, con una postilla sul rimedio alternativo alla revocatoria che potrebbe competere al curatore fallimentare”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 6 (2007), p. 829.

NICOLAI, M., “Sull’adempimento delle obbligazioni della banca nel contratto di conto corrente bancario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 2 (2008), p. 241.

— APERTURA DE CRÉDITO

MUCCIARONE, G., “La prima sentenza della Cassazione sulle conseguenze civilisti-

che dell’uso della carta di credito ad opera di portatore non titolare”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 1 (2008), p. 5.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BARILLÀ, G.B., “La sorte delle garanzie personali prestate al soggetto ammesso ad amministrazione straordinaria: una pronuncia della Suprema Corte che non convince”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 2 (2008), p. 131.

CUCCOVILLO, M., “Polizza fideiussoria e contratto autonomo di garanzia: una distinzione sfumata?”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 1 (2008), p. 100.

DONNELLY, K., “Nothing for Nothing: A Nullity Exception in Letters of Credit?”, en *The Journal of Business Law* n.º 4 (2008), p. 316.

KOCH, J./BÜLOW, P., “Die Patronatserklärung”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 584.

KUDER, K., “Insolvenzfestigkeit revolvingender Kreditsicherheiten”, en *ZIP* n.º 7 (2008), p. 295.

PALMENTOLA, C., “Garanzie non contestuali e revocatoria fallimentare”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 6 (2007), p. 800.

TARDIVO C.-M., “Brevi (ed ulteriori) osservazioni in tema di decadenza e revoca della convenzione ex art. 35, legge n. 865 del 1971 e di riflessi sull’iscrizione ipotecaria ex art. 10-ter”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 2 (2008), p. 261.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

ADODO, E., “Non-documentary Requirements in Letters of Credit Transactions: What is the Bank’s Obligation Today?”, en *The Journal of Business Law* n.º 2 (2008), p. 103.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

BAUMS, T./DRINHAUSEN, F., “Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen”, en *ZIP*, n.º 4 (2008), p. 145.

COOLS, S., “La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d’Europe continentale et des sociétés américaines”, en *Revue Pratique des Sociétés* (2.º trim. 2007), p. 149.

DONATIVI, V., “Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 2 (2008), p. 205.

MÖLLERS, T.M.J., “Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts”, en *Archiv für die Zivilistische Praxis* n.º 1 (2008), p. 1.

MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, P., “El informe de la Comisión Europea sobre la evolución de la aplicación de la Recomendación europea sobre retribución de administradores”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 445.

SALANITRO, N., “Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 1 (2008), p. 1.

SAVERIO MARTORANO, F., “Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 1 (2008), p. 117.

VALMAÑA OCHAÍTA, M., “Informe de la Comisión Europea sobre la aplicación por los Estados miembros de la UE de la Recomendación de la Comisión relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los Comités de Consejos de Administración o de supervisión de empresas cotizadas”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 463.

VISENTINI, G., “La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi e le riforme”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, parte 1.ª, n.º 6 (2007), p. 695.

WACKERBARTH, U., “Die Auslegung des (section sign) 30 Abs. 2 WpÜG und die Folgen des Risikobegrenzungsgesetzes”, en *ZIP* n.º 50 (2008), p. 2340.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

AMOROSINO, S., “Funzioni e poteri della CONSOB ‘nouvelle’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 2 (2008), p. 137.

CAMILLI, E.L./CLARICH, M., “Il procedimento sanzionatorio della Consob sotto il riflettore della Corte di Cassazione”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, parte 2.ª, n.º 6 (2007), p. 1161.

FRACASSI, A./PLATANIA, A.G., “Sanzioni amministrative in materia di intermediazione finanziaria e violazione dei termini procedurali: presupposti e conseguenza”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 1 (2008), p. 51.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

UHLENBRUCK, W./MÖNNING, R.-D., “Listing, Delisting und Bestellung von Insolvenzverwaltern”, en *ZIP* n.º 4 (2008), p. 157.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

BELLINGHAUSEN, R./PAHEENTHARAJAH, K., “Gegenangriff: Schadensersatzklage gegen US-Klägeranwälte wegen der Erhebung offenkundig missbräuchlicher US-Sammelklagen gegen deutsche Unternehmen”, en *ZIP* n.º 11 (2008), p. 492.

BENICKE, C./MÖLLERS, T.M.J., “Wertpapiervermögensverwaltung” en *Archiv für die Zivilistische Praxis* n.º 4-5 (2007), p. 651.

HADDING, W., “Sind Vertriebsvergütungen von Emittenten an Kreditinstitute geschäftsbesorgungsrechtlich an den Kunden herauszugeben?”, en *ZIP* n.º 11 (2008), p. 529.

KNOLL, L., “Wider die Gefahr einer höheren Kompensation von Minderheitsaktionären?”, en *ZIP* n.º 11 (2008), p. 538.

LEMMA, V., “L’operatore qualificato nelle operazioni in derivati”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 1 (2008), p. 69.

PELLEGRINI, M., “La responsabilità dell’intermediario per ‘solidarietà crediticia’ in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 2 (2008), p. 171.

PONTIROLI, L./DUVIA, P., “Il formalismo nei contatti dell’intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento* n.º 1 (2008), p. 151.

THONFELD, H., “Die Zuordnung von Anlageberatern zur gesetzlichen Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen”, en *ZIP* n.º 49 (2007), p. 2302.

WITTEGNS, J./REDZKE, J., “Gegen Überkompensation und Marktverwerfung - für eine angemessene Entschädigung der Minderheitsaktionäre”, en *ZIP* n.º 11 (2008), p. 542.

— OPAs

CLARKE DE LA CERDA, A./BARSA-LLO, C., “Factores de Reforma del Gobierno Corporativo: Experiencias en Ofertas Públicas de Adquisición en Chile y Panamá”, *Global Corporate Governance Forum* n.º 6 (2008), pp. XI-70.

DRINKUTH, H., “Gegen den Gleichlauf des Acting in concert nach (section sign) 22 WpHG un (section sign) 30 WpÜG”, en *ZIP* n.º 15 (2008), p. 676.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Los mecanismos contractuales de facilitación y garantía en las operaciones de cesión del control de la sociedad cotizada”, en

Revista de Derecho de Sociedades n.º 29 (2007), p. 91.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El ‘enforcement’ societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 139.

GUERRA MARTÍN, G., “Acuerdo de confidencialidad sobre el suministro de información no pública por una sociedad cotizada a su sociedad matriz en el marco de posibles operaciones de adquisición de esta última”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 273.

HENSSLER, M., “M & A Beratung und Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 10.

LÓPEZ JIMÉNEZ, D., “Instrumentos de oposición frente a OPAs hostiles. Especialidades en materia de sectores regulados”, en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 64 (2007), p. 147.

MUÑOZ PÉREZ, A.F., *El concierto como presupuesto de la OPA obligatoria*, Madrid (2007), 349 pp.

TAMBARI, U., “Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 1 (2008), p. 67.

THÜSING, G., “Beteiligungsrechte von Wirtschaftsausschuss und Betriebsrat bei Unternehmensübernahmen”, en *ZIP* n.º 3 (2008), p. 106.

WOLF, A., “Der Mythos ‘Neutralitätspflicht’ nach dem Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz”, en *ZIP* n.º 7 (2008), p. 300.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

FISCHER, J./BINDER, J.-H., “Insiderrecht und Kapitalmarktkommunikation unter besonderer Berücksichtigung des Rechtsrahmens für Finanzanalysen”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 110.

SCHÄFER, C./WEBER, M./WOLF, P., “Berechnung und Pauschalierung des Kursdifferenzschadens bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation”, en *ZIP*, n.º 5 (2008), p. 197.

ZIMMER, D./CLOPPENBURG, M., “Haftung für falsche Information des Sekundärmarktes auch bei Kapitalanlagen des nicht geregelten Kapitalmarktes?”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5-6 (2007), p. 519.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

PARMEGGI, F., “I devori dei sindaci nella società di intermediazione mobiliare”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, parte 2.ª, n.º 6 (2007), p. 1210.

PICARDI, L., “Il ‘fondo comune di crediti’ nel sistema della separazione patrimoniale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 1 (2008), p. 76.

TÍTULOS VALORES

— **EN GENERAL**

CIAN, M., “La dematerializzazione degli strumenti finanziari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 1.ª, n.º 6 (2007), p. 641.

— **VALORES MOBILIARIOS**

DE ANGELIS, L., “La volutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d’esercizio. Il criterio del costo”, *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milán (2007).

— **ACCIONES**

BAYER, W., “Fehlerhafte Bewertung: Aktien als Ausgleich bei Sachkapitalerhöhung und Verschmelzung?”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 1 (2008), p. 24.

DE DIEGO MISIEGO, I./DE GONZALO MARTÍNEZ, R., “Acuerdos de junta general y de Consejo de Administración sobre el desdoblamiento del valor nominal y número de las

acciones representativas del capital social sin alterar la cifra del capital social (Split)”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 283.

DE LUCA, N., *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Turín (2007), pp. XV-459.

— **OBLIGACIONES**

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “La emisión de obligaciones convertibles bajo una ley extranjera: despejando dudas”, en *Revista de Derecho de Sociedades* n.º 29 (2007), p. 185.

— **TÍTULOS CAMBIARIOS**

LETRA DE CAMBIO

TARDIVO, C.-M., “Brevi note in tema di cambiale agraria con garanzia ipotecaria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte 2.ª, n.º 6 (2007), p. 72.

TÍTULO: FISCALIDAD DE LA ESCISIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

Autor: Menéndez, Gerardo, Madrid, Thomson-Aranzadi, 2007, 365 pp.

En el momento en que el Congreso de los Diputados estudia el *Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles* (121/000004), es oportuno recuperar la monografía publicada por el Profesor de la UNED Gerardo Menéndez acerca de la fiscalidad de la escisión de sociedades anónimas.

La obra tiene su origen en la tesis doctoral del autor, defendida ante un Tribunal presidido por el Profesor D. Rafael Calvo-Ortega, y del que formaron parte los Profesores D. Carlos Palao, D. Ángel Rojo, D. Jacques Malherbe y D. Giovanni Puoti. En su versión publicada, cuenta con prólogo del Profesor D. José Manuel Tejerizo y fue galardonada en la XV Edición del Premio de la Asociación Española de Asesores Fiscales.

Se divide el estudio en cuatro partes, consagradas a la “Delimitación jurídica de la escisión de la sociedad anónima”, a los “Regímenes tributarios aplicables a la escisión de sociedades anónimas: ideas introductorias sobre su fundamento y delimitación”, al “Régimen tributario general” y al “Régimen tributario especial”.

Sin perjuicio de su orientación eminentemente fiscalista (o tributaria o de Derecho financiero, en las denominaciones utilizadas en la disciplina), la obra recensada dedica su primera parte a una delimitación del objeto de estudio que no vacila ante el componente mercantil del mismo, precisamente por la íntima vinculación de esta operación societaria con su regulación fiscal. No está de más recordar cómo, a menudo, la regulación fiscal es más rápida para identificar nuevas realidades a las que dotar de forma jurídica y para las cuales establecer las normas oportunas.

La importancia que el citado Proyecto de Ley atribuye al perfeccionamiento de la regulación de las sociedades mercantiles para adaptarse al proceso de internacionalización de los operadores económicos encuentra un complemento muy adecuado en esta obra, ya que hallamos en ella un examen completo y sistemático de la normativa comunitaria y de su interpretación por el Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea, así como de las experiencias legislativas de otros países europeos (enriquecido por el estudio de la mejor doctrina de esos ordenamientos). No se trata de adornos de erudición, sino que las comparaciones se introducen de forma precisa, al hilo de cada una de las preguntas que se van planteando (y respondiendo).

De modo minucioso se examina el uso de los regímenes tributarios aplicables a la escisión y que justifican a menudo el recurso a esta operación como un medio de

“optimizar” la factura fiscal. En todo caso, la regulación se enmarca en la opción del legislador por dar cobertura a los mecanismos de reestructuración empresarial, configurándose conforme al principio de neutralidad.

En momentos de incertidumbre económica general, cuando numerosas sociedades se verán presumiblemente abocadas a su reorganización, un estudio como éste permite conocer con todo detalle el régimen jurídico, tanto desde la perspectiva académica como para su aplicación práctica.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

TÍTULO: EL CRASH DE 1929

Autor: Galbraith, John Kenneth, Barcelona, Ariel, 2007, 223 pp.

En una reciente conferencia celebrada en Madrid el día 13 de mayo de 2008, el ex presidente del Gobierno Felipe González y el ex vicepresidente del Gobierno y ex director gerente del Fondo Monetario Internacional Rodrigo de Rato coincidieron en afirmar que la crisis actual se parece bastante a la crisis de 1929, según el primero, y a la crisis de los años posteriores, en opinión del segundo. Por su parte, Warren Buffet declaró el 21 de mayo de 2008 en Madrid que *“ha habido crisis financieras muy duras desde la II Guerra de Mundial, y quizá ésta sea la más dura, pero no se puede comparar con la Gran Depresión”*. También Joseph Stieglitz ha calificado la presente crisis como una de las más graves desde los años treinta.

Sea cual sea la calificación que merezca la situación económica actual y para tratar de saber mejor a qué atenernos, resulta conveniente repasar los hechos que provocaron aquella crisis, su desarrollo y sus consecuencias. De forma muy oportuna, y para conmemorar además el centenario del nacimiento de Galbraith (el 15 de octubre de 1908 en Ontario, Canadá, y fallecido en Harvard en 2006), se reedita *El Crash de 1929*, obra publicada originalmente en 1954 y que fue editada en España por Seix Barral en 1965, con ulteriores ediciones y reimpresiones (las últimas en Ariel).

Resulta curioso comprobar el cambio semántico producido en las últimas décadas. La obra, cuyo título original es *The Great Crash of 1929*, se tradujo como *El Crack de 1929*, y así se ha mantenido hasta ahora, cuando se recurre al término original (ambos son anglicismos seguramente innecesarios, pero muy gráficos onomatopéyicamente, y habituales en la historiografía), quizás porque el lenguaje deportivo se ha apropiado del término “crack” con una connotación positiva. Con su natural ironía, Galbraith recuerda en la nueva introducción, redactada como “la perspectiva desde los noventa” (edad y década), que en una ocasión buscó su obra en la librería de un aeropuerto y, al no encontrarlo, inquirió a la dependienta sobre el libro “The Great Crash”, a lo que ella repuso que un libro con un título así no puede venderse en un aeropuerto.

La obra recensada constituye el relato en nueve capítulos, minucioso y pormenorizado, aunque ágil y ameno, de los hechos anteriores, coetáneos y posteriores al mes de octubre de 1929, que de modo conjunto pueden ser denominados “el *Crash*”, y en cuya narración el autor ha prestado particular atención a las fuentes del momento, tales como prensa y boletines oficiales.

Recuerda Galbraith que en Estados Unidos ya existía una larga tradición de quiebras especulativas cada veinte o treinta años durante el siglo XIX (esa clase de “globos

pinchados” se remonta hasta la crisis de los bulbos de tulipán de 1637), y que en cualquier momento podría haber una recesión, la cual sería recibida con las habituales expresiones de calma como “la situación económica merece fundamentalmente nuestra confianza” o “los fundamentos son buenos”.

La situación económica de Estados Unidos en los años veinte era boyante (sorprende que en 1929 se produjeran 5.358.000 automóviles frente a 5.700.000 en 1953) y el deseo de enriquecimiento rápido llevó a la crisis inmobiliaria de Florida. Durante 1925 se desarrolló una auténtica burbuja inmobiliaria atraída por la costa y que condujo a una progresión alcista de los precios, fundados sólo en la propia expectativa de venta y plusvalía y no en el auténtico valor de los terrenos, que terminó bruscamente a consecuencia de los daños causados por un huracán en otoño de 1926. Pese a ello, 1927 supuso la subida constante de precios en los mercados de valores, en la que fueron determinantes las medidas de equilibrio propiciadas para contrarrestar los efectos de la vuelta de Inglaterra al patrón oro por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York al reducir el tipo de redescuento y adquirir valores gubernamentales para dotar de fondos a los bancos y particulares, que se emplearon inmediatamente en la adquisición o financiación de compra de acciones ordinarias, iniciando así el furor especulativo.

Pasa revista Galbraith a la influencia de las manifestaciones de políticos, grandes empresarios y profesores de Yale o Harvard en la formación de la opinión general de los inversores, con aseveraciones que podrían ser consideradas, a veces, como manipulaciones de mercado o, en todo caso, como graves errores de criterio. Es muy crítico con el Gobierno de Hoover, pero también con el de Roosevelt (de quien nos recuerda, de pasada y sin apostilla, que era el Gobernador de Nueva York en el momento del *Crash*), y con la inoperante burocracia del Consejo de la Reserva Federal (“organismo de sobrecogedora incompetencia”). Sin perjuicio de ello, reconoce que los organismos reguladores carecían de las competencias posteriormente atribuidas a la *Securities Exchange Commission* en la legislación de 1933 y 1934 (adoptada precisamente por reacción ante la experiencia del *Crash*).

La clase media descubrió los mercados de valores y comenzó a invertir en el afán del enriquecimiento rápido que las subidas de las Bolsas parecían asegurar. El primer elemento pernicioso apareció con las operaciones a plazo con fianza, mediante las cuales el inversor no tenía que desembolsar el total de lo invertido (“adquirir un derecho sobre los incrementos de los precios sin los costes de la propiedad”), facilitando de ese modo que las inversiones fueran más abundantes, llevando, en palabras del autor, “un caudaloso río de oro a Wall Street”. Fue un “hechizo”, que cautivó a Bancos y a particulares por igual.

Interesa destacar cómo, según la exposición de Galbraith, la crisis no fue súbita, sino que (al margen de las circunstancias ya descritas) se fue fraguando durante meses. La primera advertencia surgió en el mes de febrero de 1929, con pérdidas de dos dígitos y con un volumen tal de operaciones que el *ticker* (la cinta telegráfica de información de cotizaciones) no daba abasto e informaba con retraso (esto fue particularmente agudo en los peores días de octubre). En marzo el National City Bank anunció que prestaría todo el dinero necesario para cubrir eventuales liquidaciones, lo cual restableció la salud del mercado, pero dejó en mal lugar a la Reserva Federal de Nueva York.

Subraya el papel destacado de las sociedades *holding*, creadas como fórmula de centralizar la gestión de diversas sociedades con objeto común en diversos Estados (en especial de servicios públicos), pero que derivaron en un instrumento apto para aumentar el papel disponible en el mercado, a lo que vinieron a sumarse los trusts de inversión mobiliaria, vistos con desconfianza hasta su autorización en 1929, que se configuraron como un elemento de intermediación para facilitar la compra de valores por el público (si bien vendieron más títulos de los que compraron), con la llamativa característica de que no revelaban los activos en los que invertían, con la excusa o justificación de evitar contribuir a la especulación. Promovidos por bancos de inversión o comerciales, agentes de cambio y bolsa, corredores y por otros trusts, desempeñaron un papel protagonista: baste mencionar que en 1927 los trusts vendieron títulos por 400 millones de dólares; en otoño de 1929, el total de sus activos superaba los 8.000 millones de dólares (a menudo los títulos de los trusts duplicaban el de sus activos). En verano de 1929, popularizaron el mecanismo de inversión “en palanca”, en virtud del mix de inversión en obligaciones, acciones preferentes y acciones ordinarias. Así pues, los precios de los valores se incrementaron en casi un 30% sólo en ese verano.

El optimismo era tan general que sólo Paul M. Warburg, del International Acceptance Bank, advirtió del peligro de “depresión general” por el hundimiento del mercado al que llevaría la irrefrenada especulación (obviamente, nadie atendió a sus palabras). Paradójicamente, Galbraith subraya que los servicios de la prensa financiera especializada “jamás dejaron de pisar tierra firme”, citando nombres como Poor o Standard Statistics Company, que hoy son paradigma de las agencias de *rating*, las cuales vuelven a ver cuestionada su actuación en momentos de crisis como el presente.

La especulación bursátil se convirtió, más allá de la masa de participantes, “en el centro de la cultura del país”, que fijó su interés en la actividad bursátil hasta el punto de que se instalaron *tickers* en los transatlánticos y el público abarrotaba las oficinas de los agentes de cambio y bolsa.

Casi inadvertidamente, el “fin del gran mercado alcista de los años veinte” comenzó el 3 de septiembre de 1929, cuando, sin gran dramatismo, comenzó una tendencia bajista, que, con altibajos, se mantuvo durante días, con sus peores momentos los lunes, tras un fin de semana de incertidumbre para un inversor ayuno de informaciones. Como argumenta Galbraith, la caída de los índices no fue la consecuencia de una depresión que no podía aún anticiparse, sino que estuvo en su origen, junto con hechos aparentemente tangenciales, como la quiebra de las empresas de Clarence Hatry en Inglaterra o la negativa del Departamento de Servicios Públicos de Massachusetts a autorizar el *split* de acciones de Boston Edison o el anuncio de que el Secretario de Comercio tenía dificultad para financiar el mantenimiento del yate Corsair entregado al Estado por John Pierpont Morgan. Así, el lunes 21 de octubre las ventas fueron las terceras más altas de la historia, y el *ticker* informaba con casi dos horas de retraso. Cuando la Bolsa de Nueva York cerró sus puertas antes de la hora el día 24 de octubre de 1929, una de las personas que estaba allí era Winston Churchill. Como afirma el autor, “el martes 29 de octubre fue el día más devastador en la historia de la Bolsa de Nueva York y, posiblemente, el más devastador en la historia de todos los mercados”.

No obstante, haciendo uso de los datos, el autor desmonta mitos recurrentes sobre el *Crash*. En primer lugar, el número de inversores no eran tan elevado: sólo un millón y medio de personas sobre una población de 120 millones, y no todos especuladores (600.000 cuentas de operaciones a plazo frente a 950.000 de operaciones mediante pago al contado).

También resulta desmitificador su análisis sobre los suicidios, parte esencial de la leyenda del *Crash* (la tan cinematográfica imagen de los especuladores arruinados arrojándose por las ventanas de los rascacielos). La realidad (numéricamente demostrada) lo desmiente. De hecho, la tasa anual de suicidios en 1929 fue similar a la de otros años y el número de suicidios fue mayor en el verano de 1929 (cuando el mercado marchaba al alza) que en el peor momento del otoño de ese año. Cuando sí aumentaron los suicidios fue en los últimos años de la Depresión.

El panorama del período que revolucionó el mercado y su influencia en las personas es bien resumido por el autor: *“Es bien sabido que los hombres se han estafado unos a otros en muchas ocasiones. El otoño de 1929 contempló quizá por primera vez el inusitado espectáculo de unos hombres estafándose a sí mismos”*.

No se detiene Galbraith en la exposición de los hechos relativos al *Crash*, sino que aborda también sus consecuencias, que fueron conocidas como “la Gran Depresión” (*“que duró —con variable rigor— diez años”*), y que provocó una importante reforma legislativa en los mercados de Estados Unidos.

Recapitula el autor su análisis de las causas, que relaciona del modo siguiente:

1. La pésima distribución de la renta.
2. La muy deficiente estructura de las sociedades anónimas.
3. La pésima estructura bancaria.
4. La dudosa situación de la balanza de pagos.
5. Los míseros conocimientos económicos de la época.

En sus últimas páginas es cauto y, al tiempo, optimista acerca de las posibilidades de que una crisis similar se repitiera. Más vale no pensar en Santayana y en su pronóstico sobre los pueblos sin memoria.

En fin, como nos dice Galbraith, es fácil pinchar una burbuja, lo delicado es desinflarla poco a poco.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

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, 2º, 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.